

Sveriges riksbank

Inflationsrapport december 1998

Innehåll

■ Förord	3
■ Sammanfattning	4
■ Kapitel 1 Utvecklingen sedan föregående rapport	7
Priser	7
Räntor, växelkurs och penningmängd	12
■ Kapitel 2 Inflationsbedömning	19
Internationell konjunktur och inflation	21
Ränte- och växelkursbedömning	23
Importpriser	26
Efterfrågan och utbud	29
Temporära effekter	37
Inflationsförväntningar	38
Inflationsprognosen i huvudscenariot	39
Osäkerheten i inflationsbedömningen	40
■ Kapitel 3 Slutsatser för penningpolitiken	45
■ Bilaga	51
■ <i>Fakta- respektive fördjupningsrutor</i>	
Penningpolitikens genomslag på ekonomin	12
Faktorer som avgör inflationens utveckling	19
Kronans historiska volatilitet och framtida utveckling	24
Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI	27
Byggsektorn	30
Avtalsrörelsen 1998	34
Inflationen under toleransintervallets nedre gräns	48
Inflationsbedömningens betydelse för penningpolitiken	49



Förord

Målet för penningpolitiken är att begränsa inflationen till 2 procent med en tolerans om ± 1 procentenhet.

Syftet med inflationsrapporterna är att ta fram underlag för penningpolitiska beslut samt sprida kännedom om de bedömningar som görs och därmed göra det lättare för utomstående att följa och förstå penningpolitiken. Avsikten är också att uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

Denna rapport följer samma uppläggning som föregående inflationsrapport. Kapitel 1 koncentreras på en diskussion om vad som hänt med priserna och på de finansiella marknaderna framför allt under den tid som förflutit sedan föregående rapport. I kapitel 2 redovisas bedömningen av inflationsutsikterna två år framåt. Kapitlet är strukturerat på ett

sätt som är avsett att tydligt illustrera vilka faktorer som är av störst betydelse för inflationen framöver. Rapporten innehåller också flera faktarutor vars syfte är att förmedla en bredare kunskap om olika frågor som är viktiga för inflationsbedömningen och penningpolitikens utformning. I en bilaga redovisas delar av det statistiska underlagsmaterialet.

Inflationsrapporten har utgjort underlag för fullmäktiges penningpolitiska diskussion den 26 november 1998. Slutsatserna från denna diskussion redovisas i kapitel 3.

Stockholm i december 1998

Urban Bäckström
Riksbankschef

Sammanfattning

■ I oktober var inflationen, mätt som den årliga förändringen i KPI, -0,4 procent. Inflationstrycket är lågt i ekonomin och även den underliggande inflationen underskred inflationsmålet på 2 procent med viss marginal.

■ I denna inflationsrapport presenteras Riksbankens syn på inflationen fram till och med fjärde kvartalet 2000 samt de slutsatser som kan dras av denna för penningpolitiken. För att belysa konsekvenserna för penningpolitikens utformning utgår analysen från att reporäntan hålls oförändrad. Detta tekniska antagande ligger till grund för ett huvudscenari för inflationsutvecklingen som också kompletteras med en osäkerhetsbedömning.

■ Inflationen påverkas främst av följande faktorer:

Den internationella konjunktur- och inflationsutvecklingen. Konjunkturutsikterna i omvärlden har försämrats ytterligare och prognosen för tillväxten och inflationen i OECD-området justeras ned. Orsaken till den förändrade synen står främst att finna i följdverkningsarna av den globala finansiella oron.


Efterfråge- och utbudsförhållanden. I huvudscenariot bedöms den internationella konjunkturavmattningen leda till något svagare exportutveckling och lägre investeringar i Sverige. Tillgångspriserna och hushållens förtroende har också påverkats negativt av den internationella utvecklingen, vilket bedöms dämpa konsumtionen något. Riksbankens räntesänkningar och kronförsvagningen ger å andra sidan sammantaget en expansiv effekt på den totala efterfrågan i ekonomin. Denna effekt bedöms i viss utsträckning motverka följdverkningsarna av den mer dämpade internationella utvecklingen och på så sätt bidra till att förhindra en mer uttalad avmattning i

den svenska konjunkturen. Sammantaget framstår dock de svenska tillväxtutsikterna som något sämre än inför den föregående inflationsrapporten. BNP-tillväxten bedöms bli mellan 2,5 och 3 procent i år och mellan 2 och 2,5 procent 1999 och ca 2,5 procent 2000. Den lägre tillväxten innebär bl.a. att löneglidningen dämpas något och att lediga resurser torde finnas kvar i ekonomin även på två års sikt.

Temporära effekter till följd av förändringar i indirekta skatter och subventioner och ändrade räntekostnader håller tillbaka konsumentpriserna med drygt 1 procentenhet 1998. Under 1999 ändras flera indirekta skatter och subventioner. Till skillnad mot vad som antogs i föregående inflationsrapport är utgångspunkten att taxeringsvärdena på bostäder fryses 2000. Sammantaget bedöms de temporära effekterna dämpa inflationen under 1999 med 0,5 procentenheter och under 2000 med 0,3 procentenheter.

Inflationsförväntningarna, som de kommer till uttryck i såväl prissättningen på de finansiella marknaderna som i olika enkäter, tyder på mycket låg inflation de närmaste tolv månaderna. På längre sikt indikerar förväntningarna ett fortsatt stort förtroende för Riksbankens inflationsmål.

■ I huvudscenariot bedöms de försämrade tillväxtutsikterna medföra att den underliggande inflationen, mätt med UND1X, kommer att underskrida 2 procent på ett till två års sikt. Detsamma gäller inflationen mätt med det internationellt harmoniserade konsumentprisindexet HIKP, som väntas bli 1,7 procent fjärde kvartalet 1999 och 1,7 procent fjärde kvartalet 2000. De temporära effekterna dämpar inflationen ytterligare. Mätt med KPI bedöms inflationen uppgå till 1,2 procent i slutet av nästa år och till 1,4 procent på två års sikt.



■ Situationen är fortfarande svårbedömd. Den finansiella oron har emellertid dämpats och osäkerheten i inflationsbedömningen har därför minskat sedan föregående rapport. En varaktigt svag krona skulle dock kunna utgöra ett problem om detta i sin tur inte återspeglar en svagare realekonomisk utveckling. De penningpolitiska lättnader som genomförts världen över bör bidra till att minska risken för en mer markerad internationell konjunkturedgång. Fortfarande kan det dock inte uteslutas att den internationella konjunkturavmattningen blir kraftigare än vad som är utgångspunkten i huvudscenariot. Sammantaget förefaller nedåtriskerna i inflationsbedömningen vara något större än uppåtriskerna.

■ Finanspolitiken är viktig för penningpolitikens utformning. De offentliga finanserna har förbättrats markant under senare år. Utgångspunkten för Riksbankens inflationsbedömning är att konsolideringen fullföljs enligt intentionerna i regeringsförklaringen

och att förtroendet för den samlade ekonomiska politiken bibehålls. En fortsatt statsfinansiell konsolidering är önskvärd av flera skäl, bl.a. bidrar den till att öka handlingsfriheten i den ekonomiska politiken. I en regim med rörlig växelkurs och inflationsmål kan det finnas utrymme att stimulera den ekonomiska aktiviteten med penningpolitiska åtgärder när efterfrågan dämpas under förutsättningen att inflationen bedöms understiga målet. Så har också varit fallet under hösten.

■ Sammantaget bedöms den internationella konjunkturavmattningen medföra att den svenska tillväxten blir lägre och att inflationen något understiger målet på 2 procent på ett till två års sikt. Situationen framstår inte längre som fullt lika svårbedömd som inför föregående inflationsrapport. Mot denna bakgrund blir slutsatsen att det kan finnas ett litet utrymme för att justera penningpolitiken i en mer expansiv riktning.

Utvecklingen sedan föregående rapport

I detta kapitel diskuteras utvecklingen sedan föregående inflationsrapport. Först redovisas inflationsutvecklingen under de senaste månaderna. Därefter görs en genomgång av den senaste tidens förändringar i räntor, växelkurs samt i olika penning- och kreditaggregat.

Priser

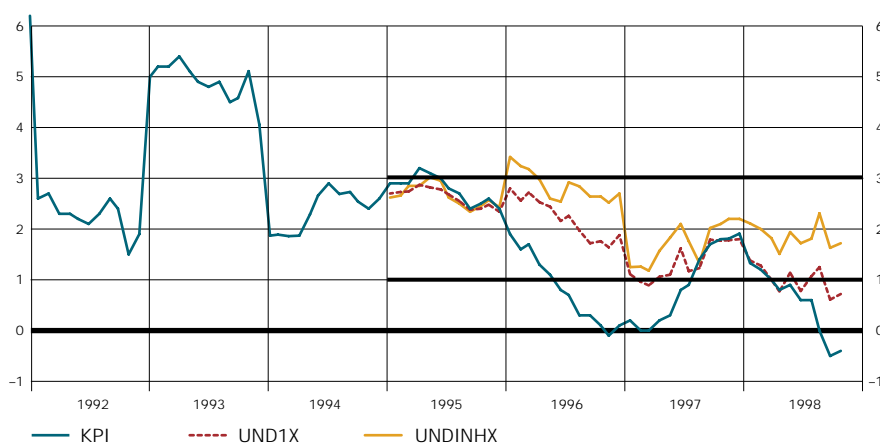
KONSUMENTPRISERNA LÄGRE ÄN
FÖR ETT ÅR SEDAN

Inflationen, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex (KPI), har avtagit under i stort sett hela 1998 och var $-0,4$ procent i oktober (se diagram 1). Nedgången under hösten blev större än vad som förutsågs i föregående inflationsrapport. I första hand berodde den på att priserna i konsumentledet på varor som importeras föll mer än väntat.

Inflationen, mätt som den årliga förändringen i KPI, har avtagit under i stort sett hela 1998 och var $-0,4$ procent i oktober.

Det internationellt harmoniserade konsumentprisindexet, HIKP, visar också på en mycket svag inflation, tolv månaderstakt i oktober uppgick till $0,1$ procent. Skillnaden mellan KPI och HIKP beror främst på att räntekostnader för egna hem inte ingår i HIKP.¹ Så sent som i början av 1998 hade Sverige den näst högsta inflationen, mätt med HIKP, inom

Diagram 1.
KPI och underliggande inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källa: SCB.

EU (se diagram 2). Endast Grekland hade högre inflation. Den svenska inflationen har fallit snabbt i år och var i september den lägsta inom EU. Den relativt sett snabbare nedgången i den svenska inflationen beror delvis på betydande sänkningar av indirekta skatter och subventioner, men också på lägre underliggande inflation.

Den svenska inflationen var i september den lägsta inom EU.

Sedan föregående inflationsrapport har den underliggande inflationen, mätt som den årliga förändringen i UND1X, minskat från 1,3 procent i augusti till 0,7 procent i oktober (se diagram 1).² Nedgången blev kraftigare än väntat och förklaras av att priserna på konsumtionsvaror som importeras sjunkit kraftigare än vad som tidigare antagits. Den inhemska underliggande inflationen, mätt som den årliga förändringen i UNDINHX, har utvecklats i linje med den prognos som låg till grund för bedömningen i föregående rapport och uppgick i oktober till 1,7 procent. Det är framför allt prisökningar på tjänster och administrativt prissatta varor som bidrar till den inhemska underliggande inflationen. Exempelvis förklarar förändringen i egnahemsägarnas avskrivningskostnader, som i sin tur följer kostnaderna för

nybyggnation av småhus, ca en fjärdedel av hela ökningen i UNDINHX.

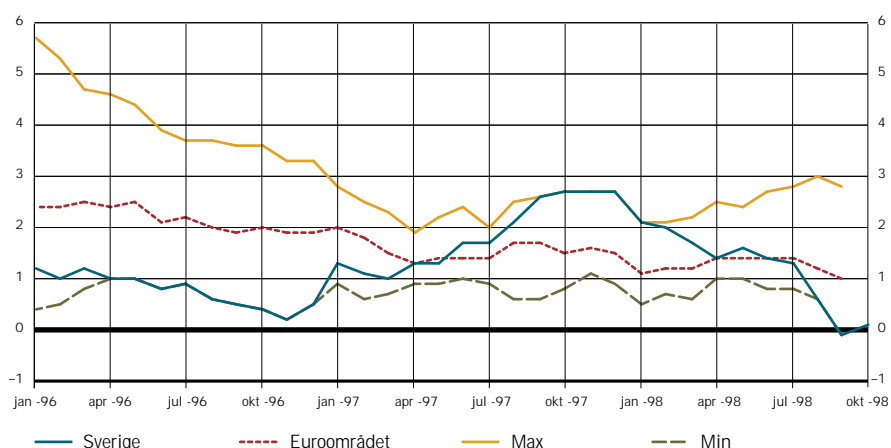
Även den underliggande inflationen har minskat sedan föregående rapport.

Priserna på varor som i huvudsak importeras har utvecklats oväntat svagt under de senaste månaderna. I oktober hade dessa priser minskat med 1,5 procent på årsbasis (se diagram 3). Till en del beror det på att råvarupriserna, till skillnad från vad som antogs i föregående rapport, fortsatt att falla (se diagram 9 i bilagan). Men nedgången beror också på att priserna på bearbetade varor stigit långsamt. Prisutvecklingen för dessa varor är dock svårtolkad. Priserna på importerade konsumtionsvaror har utvecklats förhållandevis starkt i producentledet under 1998 utan att det har märkts i konsumentledet. Detta är något förvånande även om prisförändringar i producentledet normalt sett kanaliseras till konsumenterna med viss eftersläpning (se ruta "Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI", sid. 27).

Priserna på varor som i huvudsak importeras har utvecklats oväntat svagt under de senaste månaderna.

Hushållens räntekostnader för egnahem har fortsatt att minska, vilket har en kraftigt dämpande effekt på

Diagram 2.
Inflationen mätt med HIKP; max och min inom EU, euroområdet och Sverige.
Årlig procentuell förändring



Anm. Max anger den högsta siffran som noterats vid det aktuella tillfället inom EU exkl. Grekland. Min anger motsvarande lägsta. Inflationen för euroområdet är mätt med HIKP och sammanvägd till ECB:s målvariabel MUICP.

Källor: Eurostat och SCB.

konsumentprisutvecklingen. I oktober var effekten $-0,6$ procentenheter, vilket var i linje med vad som antogs i föregående rapport.

Hushållens räntekostnader har fortsatt att minska samtidigt som indirekta skatter har sänkts.

Under de senaste tolv månaderna har det också skett betydande förändringar i indirekta skatter och subventioner. Den sammantagna nettoeffekten på inflationen i oktober var $-0,6$ procentenheter. Detta tillsammans med effekten från hushållens räntekostnader innebär att de s.k. temporära effekterna höll tillbaka inflationen, mätt med KPI, med ca $1,2$ procentenheter i oktober.

Sammanfattningsvis var konsumentpriserna lägre i både september och oktober än för ett år sedan. I huvudsak förklaras detta av sänkta indirekta skatter och fallande räntekostnader för hushållen. Men utvecklingen blev svagare än vad som förutsågs i föregående rapport i första hand beroende på att priserna i konsumentledet på varor som importeras föll mer än väntat.

PRODUCENTPRISUTVECKLINGEN

Priserna på importvaror i producentledet har ökat sedan föregående inflationsrapport. I oktober var dessa priser drygt $1,4$ procent högre än i juli. Ett

bidragande skäl till uppgången var att kronan försvagades under hösten. Prisförändringen sett över de senaste tolv månaderna är emellertid fortfarande negativ och var $-0,4$ procent i oktober. En uppdelning av varorna på användningsområden visar att priserna på konsumtionsvaror steg med $4,2$ procent på årsbasis samtidigt som priserna på energirelaterade varor föll med hela $27,2$ procent.

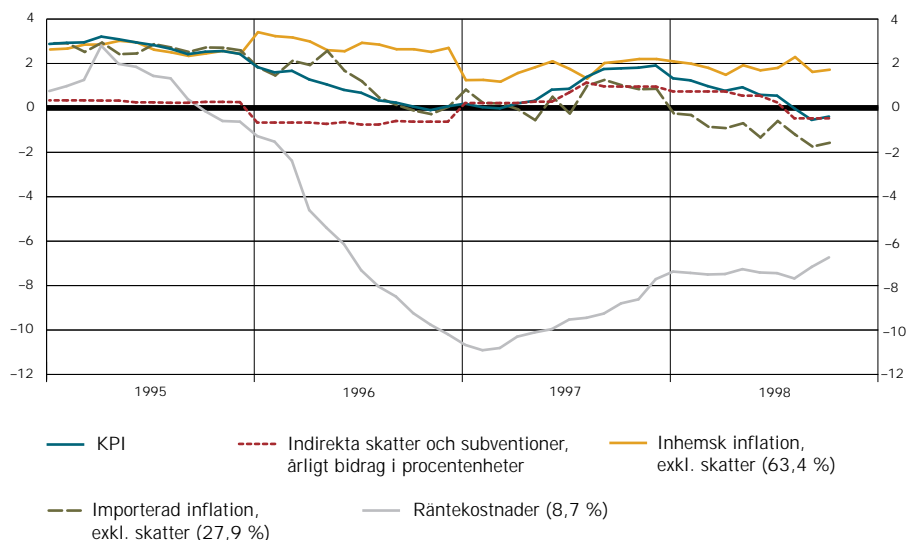
Mätt i producentledet har priserna på importvaror ökat medan exportpriserna har fallit något sedan föregående inflationsrapport.

Exportpriserna har i motsats till importpriserna fallit något de senaste månaderna. Nedgången var förknippad med fallande priser på energirelaterade varor och på insatsvaror. Inom andra användningsområden steg exportpriserna. Den årliga föränd-

1 I dagsläget täcker HIKP knappt 80 procent av de varor och tjänster som ingår i KPI. De områden som inte täcks av HIKP är räntekostnader egna hem, bostadsrättsavgifter, viss hälso- och sjukvård, fastighetsskatt egna hem, avskrivningar egna hem, del av reparationer egna hem, lotteri, tips och toto, försäkringar egna hem samt tomträttsavgäld egna hem.

2 Från och med denna inflationsrapport ersätts de av Riksbanken beräknade mätten UND1 och UNDINH med de av SCB beräknade mätten UND1X och UNDINH. Det av Riksbanken beräknade måttet UND2 utgår. I Inflationsrapport 1998:3 finns en redogörelse för skillnaderna mellan Riksbankens och SCB:s mätt på underliggande inflation.

Diagram 3.
Prisutvecklingen på inhemska och importerade varor.
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

ringen i exportpriserna var i oktober -0,4 procent. På årsbasis noteras fallande priser för i stort sett alla användningsområden. De enda undantagen är investeringsvaror och icke varaktiga konsumtionsvaror.

Hemmamarknadspriserna har under den senaste tolv månadersperioden fallit med drygt 1,7 procent. Lägre priser på insats- och icke varaktiga konsumtionsvaror bidrog till detta. Prisökningar noterades endast för investeringsvaror och varaktiga konsumtionsvaror.

Hemmamarknadspriserna har under de senaste tolv månaderna fallit på alla områden utom för varaktiga konsumtionsvaror och investeringsvaror.

Förändringen i producentpriserna på konsumtionsvaror, så som de mäts i index för inhemsk tillgång,³ har historiskt visat sig vara en bra indikator på prisutvecklingen i konsumentledet på en eller ett par månaders sikt. Prisutvecklingen i konsumentledet har emellertid på senare tid varit betydligt svagare än vad priserna i inhemsk tillgång indikerat. En viktig förklaring till detta är att priserna i konsumentledet kraftigt hålls tillbaka av sänkta indirekta skatter. När prisutvecklingen i konsumentledet rensas från dessa förändringar ökar samvariationen och priserna i

inhemsk tillgång indikerar i stort sett oförändrad svag prisökningstakt på konsumtionsvaror på kort sikt (se diagram 5 i bilagan).

Sammantaget visar statistiken att producentpriserna överlag har utvecklats svagt. Detta gäller speciellt priserna på insats- och energirelaterade varor, som i regel uppvisat lägre nivåer jämfört med ett år tillbaka. Priserna på investerings- och vissa konsumtionsvaror har emellertid stigit.

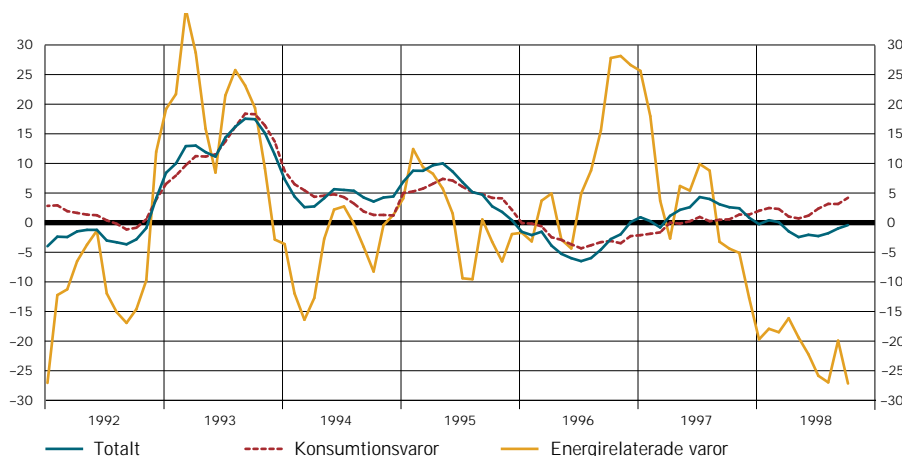
Bilden av konsumtionsvarornas prisutveckling är något splittrad. Priserna på icke varaktiga konsumtionsvaror har stigit under de senaste tolv månaderna i alla producentled utom på hemmamarknaden.

Samtidigt har varaktiga konsumtionsvaror fallit i pris i exportledet, men stigit i pris på den svenska hemmamarknaden. En orsak till det förre är sannolikt lägre internationell efterfrågan och ökad konkurrens. En orsak till det senare kan vara de svenska hushållens kraftigt stigande efterfrågan på dessa varor under senare tid.

Industriföretagen förutser sänkta priser de närmaste månaderna.

Konjunkturinstitutets barometer för tredje kvartalet visar att industriföretagen sänkt priserna på såväl hemma- som exportmarknaden under de tre första

Diagram 4.
Importprisutvecklingen i producentledet.
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

kvartalen i år. Denna utveckling väntas förstärkas under fjärde kvartalet, i synnerhet på exportmarknaden. Det är framför allt inom investeringsvaru-, massa- och metallindustrierna som företagen förutser fallande priser på bred front. Inom sågverks- och trävaruindustrin planerar emellertid mellan 40 och 60 procent av företagen prishöjningar under fjärde kvartalet.

RÅVARUPRISUTVECKLINGEN

Råvarupriserna har utvecklats svagare än både vad som antogs i föregående rapport och med utgångspunkt från de terminspriser som då förelåg

På importsidan har priserna på basmetaller fallit något sedan föregående inflationsrapport. Framför allt har nickel- och kopparpriserna⁴ påverkats av den globala finansiella oron och sjunkit till rekordlåga nivåer. På sikt indikerar emellertid terminskontrakten en uppgång i priserna (se diagram 5).

Råvarupriserna har utvecklats svagare än både vad som antogs i föregående rapport och vad terminspriserna då indikerade. Terminskontrakten indikerar nu stigande priser framöver.

Priset för såväl eldnings- som råolja steg under september månad. Därefter har priserna fallit till ca 11

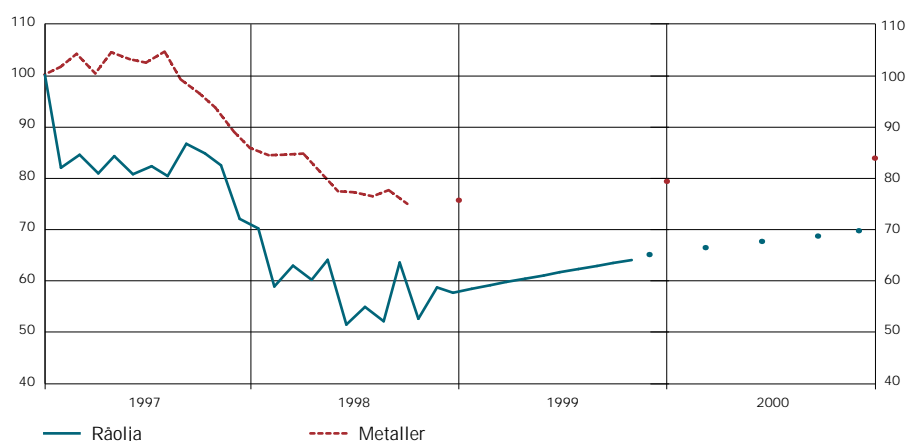
US-dollar per fat. Orsaken till den temporära uppgången i september var minskande oljelager i samband med produktionsstörningar i Karibien. Lagren är dock alltjämt större än förra årets, vilket håller tillbaka priserna. I genomsnitt har oljepriserna utvecklats svagare än vad som antogs i föregående rapport. Terminskontrakten för råolja indikerar dock en viss förstärkning av priserna under loppet av både 1999 och 2000 (se diagram 5).

På exportsidan har priserna, mätt med exportprisindex, på konjunkturkänsliga råvaror dämpats ytterligare under de senaste månaderna. Metaller och metallmalm fortsätter att visa fallande priser jämfört med ett år tidigare. Under de senaste månaderna har även priserna på pappersmassa legat lägre än för ett år sedan. De mindre konjunkturkänsliga priserna på livsmedel ligger emellertid på ungefär samma nivåer som för ett år sedan.

3 Prisindex för inhemsk tillgång är en sammanvägning av import- och hemmamarknadsprisindex.

4 Koppar och nickel svarar för nästan 50 procent av varorna i Riksbankens importvägda råvaruprisindex exklusive olja.

Diagram 5.
Råvarupriser och
terminsnoteringar.
Index: januari 1997=100



Anm. Terminspriserna på metaller avser ett genomsnitt av 3-, 15- respektive 27-månadersnoteringarna under oktober för aluminium, koppar, nickel, zink, bly och tenn. Dessa noteringar är sedan sammanvägda med avseende på respektive metalls andel i den svenska importen. Oljeterminerna är en sammanvägning av terminspriserna på råolja under oktober samt första veckan i november.

Källor: Ecwin, International Petroleum Exchange, London Metal Exchange och Riksbanken.

Sammantaget är pristrycket från producent- och råvaruleden fortsatt svagt, med undantag för icke varaktiga konsumtionsvaror. Den svaga kronkursen under hösten och terminspriserna på råvaror tyder emellertid på en viss ökning av priserna framöver.

Räntor, växelkurs och penningmängd

OROLIGT PÅ DE FINANSIELLA MARKNADERNA

De långa nominella räntorna, både utomlands och i Sverige, har fallit successivt under flera år. Det allt lägre internationella ränteläget har bidragit till att pressa ned de svenska obligationsräntorna. Andra orsaker till de lägre svenska räntorna är förmodligen också ett växande förtroende för låginflationspolitiken och saneringen av statsfinanserna.

Den globala finansiella oron är troligtvis en orsak till att många marknadsaktörer ändrade sin riskbedömning under sommaren. Aktieplaceringar utvecklades, för att minska framtida risker eller täcka de förluster som redan inträffat, till förmån för placeringar i framför allt mindre riskfyllda räntebärande värdepapper. Obligationsräntorna i Europa och USA föll och så även de svenska. Efterhand övergick investerare till att placera i stora och historiskt säkra valutor såsom D-marken och den amerikanska dollarn. Det medförde att dessa valutor stärktes samtidigt som de tyska och amerikanska obligationsräntorna fortsatte att falla. Den internationella räntenedgången innebar en viss, men inte lika stor, nedgång i de svenska långa obligationsräntorna. Detta fick till följd att den långa räntedifferensen mot Tyskland steg under början av hösten (se diagram 11 i bilagan).

PENNINGPOLITIKENS GENOMSLAG PÅ EKONOMIN

Reporäntan är Riksbankens viktigaste penningpolitiska instrument. Något förenklat påverkar Riksbanken övriga svenska räntor genom att ändra reporäntan, vilken är den kortfristiga ränta som de privata bankerna kan låna eller placera till i Riksbanken. Via dessa marknadsräntor påverkas i sin tur den ekonomiska aktiviteten i ekonomin, t.ex. företagets investeringar och hushållens konsumtion, och därigenom i förlängningen också prisutvecklingen. Riksbankens agerande har dock inte samma inverkan på alla typer av räntor. Räntorna med de kortaste löptiderna styrs mer eller mindre direkt via reporäntan medan räntor med längre löptider också influeras starkt av faktorer som ligger utanför Riksbankens direkta kontroll. Sådana faktorer är exempelvis finanspolitikens utformning, den internationella ränteutvecklingen och förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet. I sammanhanget är det också viktigt att påpeka att hushåll och de flesta företag oftast finansierar sina inköp och investeringar till andra räntesatser än de som noteras på penningmarknaden. Vanligtvis är det banker och

bostadsinstitut som står för utlåningen och deras räntesättning bestäms också bl.a. av kreditrisker och av konkurrensen mellan olika låneinstitut.

Penningpolitiken har också ett inflytande över inflationsutvecklingen via växelkursen eftersom förändringar i växelkursen har effekter bl.a. på efterfrågan och investeringar i den utrikeshandelsberoende delen av ekonomin. Under normala förhållanden leder en reporäntehöjning, eller förväntningar om en höjning, till en starkare krona. Det beror på att högre svenska räntor relativt utländska räntor gör svenska finansiella tillgångar mer attraktiva än motsvarande placeringar i andra valutor. Detta gör i sin tur att utländskt kapital lockas till Sverige och efterfrågan på kronor ökar. En förändring av kronkursen har normalt en direkt påverkan på inflationen via ändrade importpriser. Om växelkursen försvagas eller förstärks mer varaktigt kommer detta – allt annat lika – att inverka på efterfrågan, via förändrade relativpriser mellan svenska och utländska varor. Detta kommer i sin tur att påverka inflationen.

I samband med att den internationella finansiella oron tilltog, bl.a. till följd av att Ryssland i augusti ställde in betalningarna på den inhemska statskulden och kollapsen för den amerikanska hedgefonden⁵ Long Term Capital Management i slutet av september, valde investerare i högre grad också mer likvida placeringar. Denna utveckling bidrog till att de långa obligationsräntorna, såväl utomlands som i Sverige, tillfälligt steg.

Under den senaste månaden har räntesänkningar i flera OECD-länder tillsammans med positiva nyheter i form av utökad japanskt bankstöd och internationellt stöd till Brasilien, bidragit till att minska oron på de finansiella marknaderna. Detta har inneburit minskade ränteskillnader mot Tyskland och stigande aktiebörser. Sammantaget har den tio-åriga svenska obligationsräntan sedan föregående inflationsrapport fallit med 0,4 procentenheter till ca 4,5 procent (se diagram 10 i bilagan). Under samma period har de tyska långräntorna varit oförändrade och långräntedifferensen mot Tyskland har därför minskat till ca 0,5 procentenheter (se diagram 11 i bilagan). En minskad långräntedifferens mot Tyskland har även noterats i t.ex. Danmark, Norge och Italien.

De korta penningmarknadsräntorna var relativt stabila fram till början av sommaren. Sänkningen av reporäntan i juni innebar dock att vissa förvänt-

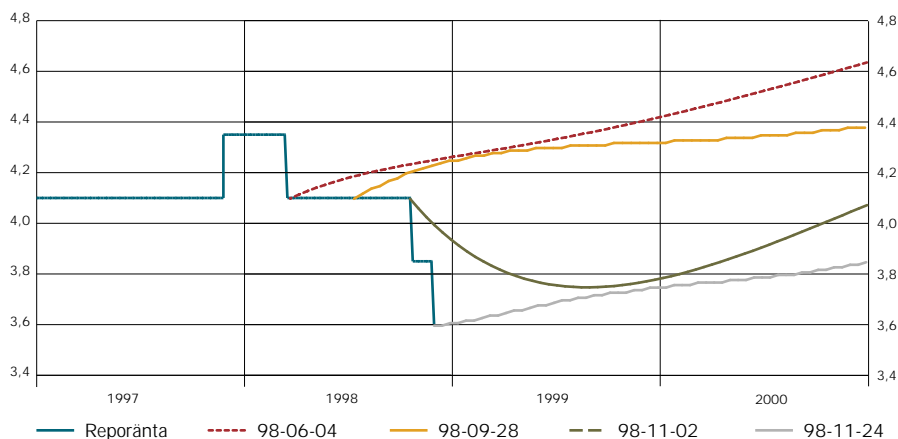
ningar om fortsatta räntesänkningar etablerades. När den finansiella oron fördjupades och kronan fortsatte att försvagas minskade dessa förväntningar. I ljuset av den internationella konjunkturbilden och dess följder för inflationsutsikterna i Sverige ökade förväntningarna om fortsatta räntesänkningar under hösten återigen (se diagram 6). Dessa förväntningar infriades i och med räntesänkningarna i november. Sammantaget har de korta penningmarknadsräntorna minskat med ungefär 0,5 procentenheter sedan föregående inflationsrapport och tremånadersräntan uppgår till ca 3,7 procent.

5 En traditionell hedgefond läser in en viss del av den framtida avkastningen via s.k. hedging (försäkring). Detta kan exempelvis ske genom att samtidigt inneha en skuld – kort position – och en fordran – lång position – i samma typ av tillgång. En värdeminskning i tillgången till följd av förändrat marknadsäge vägs således upp av att skulden minskar i samma utsträckning. Hedging är således en form av kurssäkring och syftet är att uppnå en hög avkastning oavsett utvecklingen på marknaden i stort, till en risk som är lägre än den generella marknadsrisken.

6 Enligt Riksbankens enkät om inflationsförväntningar som genomförts av SCB och utökats till att även innefatta frågor riktade till penningmarknadens aktörer om ränte- och växelkursförväntningar. Undersökningen genomfördes den 9 november 1998.

7 Se ruta "Synen på den framtida penningpolitiken" i Inflationsrapport 1998:3, för närmare beskrivning av osäkerhetsbedömningen.

Diagram 6.
Faktisk och förväntad
reporänta enligt
terminsräntor.
Procent



Källa: Riksbanken.

För närvarande speglar prissättningen på penningmarknaden förväntningar om en oförändrad reporänta. Samtidigt tyder enkätresultat på att penningmarknadens aktörer förväntar sig en något lägre reporänta under det närmaste kvartalet (se tabell 1 i bilagan).⁶ Trots tidvis oro på de finansiella marknaderna visar inte prissättningen på någon ökad osäkerhet i marknadens bedömning om den framtida penningpolitiken (se diagram 13 i bilagan).⁷

I föregående inflationsrapport gjordes bedömningen att den svenska kronan, mätt som nominellt konkurrensvägt TCW-index, skulle appreciera under den tvååriga prognosperioden. Kronan skulle i genomsnitt uppgå till ca 120 det första året och drygt 117 nästföljande år. I kölvattnet av den internationella marknadsoron fortsatte dock kronan att försvagas även efter föregående inflationsrapport (se diagram 14 i bilagan). I nuläget är kronkursen, mätt i effektiva termer, ca 2 procent svagare än inför föregående inflationsrapport.

Sammanfattningsvis har en mer expansiv penningpolitik och minskad oro på de finansiella marknaderna inneburit att både de korta och de långa räntorna sjunkit sedan föregående inflationsrapport. Den TCW-vägda kronkursen är svagare än inför föregående inflationsrapport.

SVAG KRONA OCH LÄGRE RÄNTOR GER EXPANSIVA EFFEKTER

De monetära förhållandena, dvs. den samlade effekt som realränteläget och reala växelkursen bedöms ha på den totala efterfrågan i ekonomin, har blivit mer expansiva sedan föregående inflationsrapport. Den korta realräntan⁸ har mellan september och oktober, mätt som månadsgenomsnitt, minskat med 0,2 procentenheter till ca 2,8 procent (se diagram 7). Detta är en följd av något högre inflationsförväntningar.⁹ Under november har de korta nominella räntorna fortsatt nedåt vilket pressar ned den korta realräntan ytterligare.¹⁰

Även den långa realräntan har gått ned sedan föregående inflationsrapport. Den är nu ca 2,6 procent, ungefär 0,2 procentenheter lägre än vid föregående inflationsrapport. Nedgången beror uteslutande på lägre nominella räntor eftersom de femåriga inflationsförväntningarna¹¹ varit i stort sett oförändrade 1,8 procent, sedan i augusti.

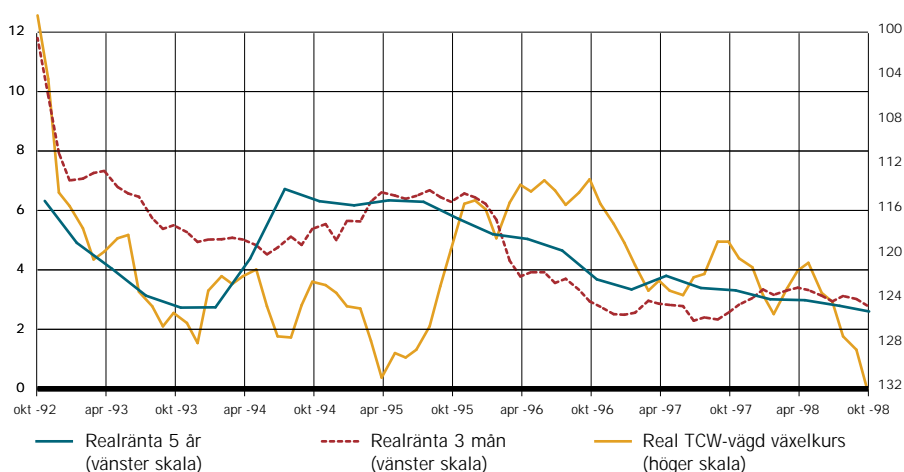
Den reala växelkursen har en mer expansiv effekt på efterfrågan än tidigare.

Den reala TCW-vägda växelkursen har fortsatt att försvagas sedan föregående inflationsrapport, vilket innebär att kronkursen har en mer expansiv effekt på efterfrågan än tidigare. Mellan september och

Diagram 7.

Realräntor, fem år och tre månader, och real effektiv växelkurs.

Procent och index:
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

oktober uppgick den reala försvagningen till nästan 3 procent. Sedan dess har den nominella kronkursen, mätt som månadsgenomsnitt, stärkts något. Detta indikerar, förutsatt oförändrade relativpriser, en något starkare real kronkurs i november jämfört med den i oktober.

Sammanfattningsvis innebär de lägre korta och långa realräntorna och den svagare reala kronkursen att de monetära förhållandena är mer expansiva än inför föregående inflationsrapport.

PLACERARE KRÄVER HÖGRE RISKPREMIER

Den huvudsakliga utlåningen till hushåll och de flesta svenska företag kommer från banker och andra kreditinstitut. Det är inte vanligt att små och medelstora företag finansierar sina investeringar direkt på penningmarknaden. Den differens som finns mellan kreditgivarens räntor och räntorna på penningmarknaden återspeglar skillnader i kreditrisker, konkurrensförhållanden och prissättningsstrategier mellan långgivare. Förändringar i dessa räntemarginaler tenderar att förstärka, eller försvaga, penningpolitikens genomslag på efterfrågan och inflation.

Under andra kvartalet i år minskade både bankernas genomsnittliga utlåningsräntor till hushåll och företag och de korta penningmarknadsräntorna. De senare föll dock betydligt mer. Under tredje kvartalet fortsatte fallet i bankernas utlåningsräntor medan de korta penningmarknadsräntorna i stort sett var oförändrade. Differensen mellan utlåningsräntorna till hushållen och penningmarknadsräntorna minskade med 0,4 procentenheter i september jämfört med juni i år och motsvarande räntemarginal för företagskrediter minskade med 0,3 procentenheter. Den eftersläpning som registreras i kreditgivarnas räntesättning vid förändringar i ränteläget på penningmarknaden är förhållandevis normal och innebär att penningpolitikens genomslag på efterfrågan och inflation blir något fördröjt.

Eftersom hushåll och de flesta företag är beroende av krediter från banker och andra kreditinstitut är de känsliga för hur räntorna på dessa krediter utvecklas i förhållande till statslåneräntorna. Dessutom är det inte givet att hushåll och företag anses

tillräckligt kreditvärdiga för att låna till de räntor som faktiskt noteras. Låntagare som är beredda att låna till höga räntor kan av långivarna befaras vara mindre benägna att betala tillbaka lånen. I samma riktning verkar att företags förväntade lönsamhet minskar om räntorna stiger och, som följd därav, efterfrågan dämpas. Följaktligen minskar företags vilja och förmåga att bära skulder. Företag som inte får eller vill låna måste dra ned sin verksamhet och skjuta på investeringar, vilket dämpar efterfrågan. Både krediträntorna och storleken på själva utlåningen har därmed ett informationsvärde för inflationsutsikterna.

De svenska finansiella marknaderna har under hösten drabbats av placerares allmänna ovilja att hålla mer riskfyllda tillgångar med sämre likviditet. Detta kan utläsas i räntedifferenserna gentemot de tillgångar som upplevs som mest kreditvärdiga dvs. statsobligationer. Differensen mellan räntorna på bostadsobligationer och statsobligationer har exempelvis ökat med nästan en halv procentenhet sedan sommaren i takt med att osäkerheten tilltagit. De ökade räntedifferenserna ska ses som ett uttryck för den allmänna oro som råder på de internationella finansiella marknaderna och bör inte tolkas som misstro mot den framtida utvecklingen av just den svenska ekonomin eller mot den svenska finansiella sektorn. En motsvarande, eller mer dramatisk, omvärdering av risk har skett i flertalet andra industriländer.

8 Räntan på en tremånaders statskuldväxel justerad med hushållens förväntade utveckling av KPI under det kommande året.

9 Statistik från SCB visar att hushållens förväntningar om prisutvecklingen de kommande tolv månaderna uppgick till 1,4 procent i oktober, vilket är 0,2 procentenheter högre än i september. Tidigare under 1998 har dessa inflationsförväntningar varit stabila, omkring 1,1 till 1,2 procent.

10 Utvecklingen för de korta nominella räntorna sträcker sig i denna inflationsrapport fram t.o.m. den 24 november 1998.

11 Finansiella placerares inflationsförväntningar på fem års sikt enligt Aragons enkät.

LITEN RISK FÖR PROBLEM MED
KREDITTILLFÖRSELN

En kraftig kreditstramning i kölvattnet av den finansiella oron utmålas ibland som ett av de största hoten mot fortsatt tillväxt i världsekonomin. Internationellt finns också tecken på att utlåningen från banker och andra kreditgivare minskat i vissa länder. Risken med den typ av störning som drabbat de internationella finansiella marknaderna är att den kan komma att reducera aktiviteten på den globala interbankmarknaden. Detta skulle begränsa tillgången till riskkapital för privata placerare, och därigenom ytterligare hämma fortsatt ekonomisk tillväxt.

I Sverige ökade den sammanlagda kreditgivningen från banker och bostadsinstitut till svensk allmänhet, i detta fall definierad som hushåll, företag och kommuner, med 4,5 procent i september 1998 jämfört med samma månad förra året (se diagram 16 i bilagan). Det betyder att ökningstakten i den totala utlåningen har avtagit något. Det är fortfarande huvudsakligen utlåningen till hushållen som håller uppe tillväxten i den totala utlåningen från banker och bostadsinstitut. Ökningstakten i utlåningen till hushållen uppgick i september till 7,1 procent.¹²

Bankernas krediter till svensk allmänhet ökade i september med knappt 11 procent i årstakt, vilket är lägre än tidigare. Det är framför allt utlåningen till företagen som ökar långsammare. Ett liknande mönster med en allt långsammare utlåning till företagssektorn och en bibehållen eller stigande ökningstakt i utlåningen till hushållssektorn kan skönjas hos bostadsinstitutet.

Kreditutvecklingen bedöms inte vara oroande ur vare sig inflations- eller stabilitetssynpunkt.

Sammanfattningsvis dämpar företagssektorn sin upplåning, men både hushåll och företag bedöms fortfarande ha god tillgång till krediter. Kreditutvecklingen bedöms inte vara oroande ur vare sig inflations- eller stabilitetssynpunkt.¹³ Hushållens skuldbörda är i ett historiskt perspektiv inte överdrivet stor och betalningsförmågan är fortsatt god bland

annat till följd av allt lägre räntekostnader. Den något dämpade kreditgivningen till företagssektorn bedöms vara efterfrågestyrd och alltså inte vara tecken på problem med kredittillförseln i Sverige. I sammanhanget kan det vara värdefullt att lyfta fram att det samlade svenska banksystemets direkta riskexponering mot regioner (Ryssland, Latinamerika och Asien) och motparter (t.ex. hedgefonder) som har varit speciellt utsatta för den finansiella oron kan betraktas som måttlig. Det ska dock poängteras att en allvarlig global likviditetsstörning skulle kunna medföra vissa problem också för svenska banker, även om de vid en internationell jämförelse bedöms kunna klara sig relativt väl.¹⁴


Det snäva penningmängdsaggregatet M0, dvs. svenska hushålls och företags innehav av sedlar och mynt, ökade i oktober med 6,5 procent på årsbasis, vilket innebär en viss uppgång från föregående månad (se diagram 18 i bilagan). Den höga tillväxten i M0 under de senaste månaderna sammanfaller med ökningen i detaljhandeln och tyder på en fortsatt god utveckling av privat konsumtion. Inflationstrycket såsom det kommer till uttryck i penningmängden är svagt växande. M0 har visat sig vara en god inflationsindikator på omkring sex kvartals sikt.

Det bredare penningmängdsaggregatet M3, där även allmänhetens inlåning i bank och bankcertifikat ingår, påverkas starkt av portföljomplaceringar mellan bankinlåning och tillgångar som inte ingår i detta aggregat. Trots detta bedöms M3 vara en användbar inflationsindikator. Penningmängdsaggregatet ökade i oktober med 5,9 procent vilket var drygt 1 procent-

12 Utlåningen till hushållen har definierats som bostadsinstitutens utlåning till villor och bostadsrätter samt bankernas och övriga kreditmarknadsbolags utlåning till hushållssektorn.

13 Se Finansmarknadsrapport 2, november 1998, Sveriges riksbank, för närmare analys.

14 Den kanske största risken som svenska banker löper vad gäller de internationella problemregionerna är den indirekta exponeringen i form av motparts- och avvecklingsrisker mot banker från exempelvis västeuropeiska och amerikanska länder som ansetts vara förknippade med låg risk. Se Finansmarknadsrapport 2, november 1998, Sveriges riksbank.



enhet snabbare än i september (se diagram 18 i bilagan). Den jämförelsevis starka utvecklingen av penningmängden beror till största delen på ökad inlåning i bank, främst från hushållen men även från företagssektorn.

Företagen dämpar sin upplåning medan kreditexpansionen i hushållssektorn fortsätter. Detta kan indikera en avmattning av

industrikonjunkturen, men en fortsatt stark utveckling av detaljhandel och privat konsumtion. Det tycks inte föreligga någon risk för problem med kreditförseln i Sverige för närvarande. Penningmängdstillväxten tyder på ett lågt men svagt växande inflationstryck. Tillväxten i M3 är fortsatt stark och drivs av inlåningen i bank. Detta bekräftar att investerare i allt högre grad sökt mer likvida placeringar under senare tid.

Inflationsbedömning

I detta kapitel redovisas bedömningen av prisutvecklingen till och med fjärde kvartalet 2000. Inledningsvis analyseras den internationella utvecklingen följt av en genomgång av efterfråge- och utbudsförhållandena i svensk ekonomi. Därefter diskuteras de temporära effekter som kommer att inverka på konsumentprisutvecklingen under de kommande två åren samt inflationsförväntningarna. Slutligen presenteras en samlad inflationsprognos tillsammans med en bedömning av osäkerheten i denna prognos.

Liksom i tidigare inflationsrapporter är utgångspunkten för prognosen att reporäntan är oförändrad. Antagandet är av teknisk karaktär och görs i första hand av pedagogiska skäl för att tydliggöra om reporäntan behöver justeras, och i så fall i vilken riktning. En inflationsbedömning som resulterar i slutsatsen att inflationen blir högre (lägre) än inflationsmålet över den tidshorisont som Riksbanken i huvudsak

arbetar med – ett till två år – innebär normalt att det finns skäl att höja (sänka) reporäntan. Det bör dock betonas att Riksbanken, vid sidan av huvudprognosen för inflationen, gör en osäkerhetsbedömning som bl.a. baseras på en analys av ett antal riskscenarier för inflationsutsikterna. Denna osäkerhetsbedömning vägs in i det penningpolitiska beslutsunderlaget.

FAKTORER SOM AVGÖR INFLATIONENS UTVECKLING

Målet för penningpolitiken är att inflationen, mätt som den årliga förändringen i KPI, ska vara 2 procent. Eftersom penningpolitiken påverkar den ekonomiska utvecklingen och inflationen med fördröjning måste politiken vägledas av en prognos över inflationens utveckling. Följande faktorer är i tidsperspektivet ett till två år avgörande för inflationens utveckling.

1) Internationell konjunktur och inflation

Sverige är i hög grad en utrikeshandelsberoende ekonomi och den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld är därför en betydelsefull faktor i inflationsbedömningen.

Konjunkturutvecklingen i utlandet påverkar efterfrågan på svensk export och är därmed en viktig komponent vid

bedömningen av ekonomins samlade efterfrågeläge. *Inflationstakten i omvärlden* påverkar priset i utländsk valuta på de varor som importeras till Sverige. *Växelkursutvecklingen* är väsentlig för vilket genomslag förändrade världsmarknadspriser har på *importpriserna* i svenska kronor. Om kronan stärks blir effekterna på den inhemska inflationen mindre av en given ökning av exportpriserna i omvärlden. Även utvecklingen av vinstmarginalerna i importledet har betydelse för genomslaget på den svenska inflationstakten. Ändrade priser på världsmarknaden – som inte motverkas av växelkursens utveckling – påverkar också konkurrensläget för exportindustrin, vilket kan återverka på den inhemska löneökningstakten och andra produktionskostnader.

2) Efterfråge- och utbudsläget

Om den samlade efterfrågan i ekonomin överstiger den långsiktiga produktionskapaciteten uppstår normalt sett ett inflationstryck. Penningpolitiken måste därför avvägas så att efterfrågan i möjligaste mån utvecklas i linje med ekonomins produktionsförmåga. Flera olika indikatorer kan användas för att få en samlad bild av graden av inflationstryck som härrör från efterfråge- och utbudsförhållandena i ekonomin. En indikator är *kapacitetsutnyttjandet* inom industrin som det avspeglas i t.ex. Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer. En annan är *arbetsmarknadsläget*, där exempelvis förhållandevis höga löneökningar trots en hög arbetslöshet kan indikera att det finns begränsade möjligheter att öka den samlade efterfrågan utan att löneinflation uppstår. En tredje indikator är ekonometriska skattningar av det s.k. *produktionsgapet*, som är skillnaden mellan BNP:s faktiska nivå och en uppskattning av den potentiella produktionsnivån.

Ju högre den faktiska produktionen är i förhållande till den potentiella produktionsnivån, desto större är sannolikheten att det uppstår kapacitetsbrist i delar av ekonomin. Förekomsten av flaskhalsar i ekonomin kan därför vara tecken på att ekonomin närmar sig den långsiktiga produktionspotentialen. Det kan t.ex. ta sig uttryck i brist på viss arbetskraft. En svårighet i sammanhanget är dock att hög efterfrågan på, och höga löneökningar för, viss typ av arbetskraft också kan vara tecken på att produktiviteten och lönsamheten utvecklas bättre i vissa sektorer av ekonomin än i andra. Löneökningar inom dessa delar av ekonomin utgör i så fall i sig inget inflationshot, men ställer krav på en väl fungerande lönebildning och rörlighet på arbetsmarknaden. I bedömningen måste också vägas in att en hög investeringsnivå, ett ökat arbetsutbud eller förbättrad teknologi på sikt ökar produktionskapaciteten.

Det är dock inte alla priser i ekonomin som på ett marknadsmässigt sätt styrs av förändringar i efterfrågan. Inom vissa områden sätts priserna genom administrativa beslut, där hänsyn framför allt tas till hur kostnadssidan utvecklas eller där betydande subventionselement ingår. Exempel på administrativt bestämda priser i Sverige är lägenhetshyror, avgifter för sjukvård och vissa typer av kommunala tjänster. För penningpolitiken innebär det att ränteförändringar har en särskilt fördröjd verkan på vissa prisgrupper. Penningpolitiken kan endast påverka dessa priser via

effekter på den allmänna kostnadsutvecklingen i ekonomin, t.ex. löneutvecklingen.¹⁵

3) Andra kostnadschocker och temporära effekter

Förändrade inflationsimpulser kan också komma från specifika kostnadsökningar som varken härrör från en generell internationell inflationsökning eller från efterfrågeläget. Exempel på sådana kostnadschocker är förändrade råvarupriser. Likartade impulser kan även komma från finanspolitiken i form av ändrade *indirekta skatter och subventioner*. Inflationsimpulser av denna karaktär är ofta temporära i den meningen att de leder till en omedelbar förändring av den allmänna prisnivån utan att den långsiktiga inflationstakten för den skall påverkas. Det är emellertid inte uteslutet att sådana impulser har en varaktig inverkan på inflationsprocessen. I så fall kommer inflationsförväntningarna att påverkas. För att skapa sig en uppfattning om inflationen rensat för temporära impulser arbetar Riksbanken med olika mått på underliggande inflation.

4) Förväntningarna om inflationen

Ett högt efterfrågeläge i ekonomin leder producenter till att höja sina priser och löntagare att kräva höjda löner. Men förväntningar om hög inflation i framtiden kan också i sig själva leda till inflationsdrivande pris- och löneökningar, eftersom ekonomins aktörer strävar efter att bibehålla eller öka sina inkomster i reala termer. Inflationsförväntningarna riskerar på så sätt, om inte tilltro finns till penningpolitiken, att bli självuppfyllande.

Vid en bedömning av inflationsförväntningarnas betydelse för penningpolitiken är det viktigt att beakta att förväntningarna ofta är betingade på en viss förväntad politik. Att inflationsförväntningarna är i linje med målet kan därför inte alltid tas som intäkt för att penningpolitiken är väl avvägd eftersom förväntningarna i sig kan vara baserade just på att centralbanken justerar sin styrränta.

Ovanstående faktorer är de som enligt vedertagen ekonomisk teori – och praktiska erfarenheter – påverkar inflationen. En analys av dessa faktorer är således en viktig del av det penningpolitiska beslutsunderlaget.

15 Se Inflationsrapport 1997:3 för en närmare beskrivning av de administrativt bestämda priserna i KPI.

Internationell konjunktur och inflation

Konjunkturutsikterna inom OECD-området har fortsatt att försämrats och BNP-tillväxten för de närmaste åren revideras ned i förhållande till föregående inflationsrapport. Bakom nedrevideringen ligger framför allt den globala finansiella oron, som nu bedöms få något större reala effekter på OECD-länderna än vad som tidigare förutsågs. Efter en ökning på runt 2 procent 1998 bedöms den ekonomiska tillväxten inom OECD-området avta till omkring 1,5 procent 1999. De penningpolitiska lättnader som flera stora länder genomfört bör bidra till en återhämtning och tillväxttakten väntas uppgå till ungefär 2 procent 2000.

BNP-tillväxten inom OECD-området bedöms bli lägre än i föregående inflationsrapport – omkring 1,5 procent 1999 och runt 2 procent 2000 – främst beroende på negativa återverkningar av den globala finansiella oron.

Nedrevideringarna av tillväxttakten inom OECD-området härrör dels från försämrade exportmöjligheter, dels från lägre inhemsk efterfrågan. Läget i Sydostasien visar tecken på att stabiliseras, men istället har länder i Latinamerika, främst Brasilien, drabbats av sinande internationell finansiering med kraftiga ränteuppgångar och efterfrågebortfall som följd.

Den inhemska efterfrågan i OECD-området bedöms hållas tillbaka av ökad osäkerhet och minskad framtidsoptimism. Oron på finansmarknaderna efter bl.a. betalningsinställelse i Ryssland och krisen i den amerikanska hedgefonden Long Term Capital Management har också lett till en ökad ränteskillnad mellan lån till privata aktörer och lån till staten i många länder. Hur stora effekterna av den globala finansiella oron på den inhemska efterfrågan kommer att bli är dock svårbedömt. Tidigare jämförbara episoder saknas och det är därför svårt att kvantifiera sambanden. Dessutom är det osäkert hur varaktig den finansiella turbulensen kommer att visa sig vara.

Under senare delen av hösten har oron på världens finansiella marknader visat tecken på att avta. Det är möjligt att konjunkturutvecklingen inom OECD-länderna blir svagare än väntat. En snabbare återhämtning 2000, stimulerad av de räntesänkningar som genomförts, kan heller inte uteslutas. Dessa risker diskuteras i avsnittet "Osäkerheten i inflationsbedömningen", sid. 40.

I Japan bedöms BNP åter växa först 2000. Det finns för närvarande få positiva tecken i den japanska ekonomin. Den inhemska efterfrågan föll med 2,5 procent under första halvåret 1998 samtidigt som exporttillväxten hölls tillbaka av krisen i Sydostasien. Prisutvecklingen har överlag fortsatt att vara mycket dämpad under de senaste månaderna. En omläggning av finanspolitiken i mer expansiv riktning väntas successivt få effekt, men de långsiktiga behoven av att konsolidera de japanska offentliga finanserna begränsar sannolikt effekterna av efterfrågestimulansen. Ett omfattande bankstödspaket – motsvarande 12 procent av BNP – som syftar till att reda ut bankproblemen har lagts fram. I vilken utsträckning och hur snart dessa kan bidra till förbättrad framtidsoptimism bland hushåll och företag är dock ännu ovisst. Fortfarande finns en risk att krisen i den japanska ekonomin fördjupas ytterligare. Denna möjlighet, och dess eventuella konsekvenser för den internationella konjunkturutvecklingen, diskuteras också i avsnittet "Osäkerheten i inflationsbedömningen".

I USA väntas konjunkturavmattningen bli kraftigare än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport. Detta återspeglar framför allt förväntningar om en sämre export och en kraftigare dämpning av investeringstillväxten än vad som tidigare hölls för troligt. Samtidigt bedöms den finansiella oron med bl.a. stora kast i börsutvecklingen ha inneburit att hushållens osäkerhet har ökat. Denna bild stöds av försämrat konsumentförtroende. Under 2000 väntas en återhämtning, bl.a. genom att de penningpolitiska lättnader som genomförts under hösten successivt får effekt.

Inom euroområdet har stämmningsläget i industrin fortsatt att försämrans, vilket tyder på en svagare industrikonjunktur. Framtidsoptimismen bland konsumenterna bedöms dock bidra till att hålla upppe den inhemska efterfrågan.

Inom euroområdet bedöms ekonomierna fortfarande utvecklas förhållandevis gynnsamt de kommande åren – med en genomsnittlig tillväxt runt 2,5 procent. Också detta är en viss nedrevidering jämfört med föregående inflationsrapport, vilken framför allt beror på att exportutsikterna justerats ned. Indikatorer visar att stämmningsläget i industrin har försämrats. Till sammans med vikande export- och produktionsförväntningar och avtagande orderingång tyder det på en svagare industrikonjunktur nästa år. Framtidsoptimism bland konsumenterna, i kombination med ett uppdämt konsumtionsbehov efter flera år med finanspolitiska åtstramningar, bedöms dock bidra till att hålla upppe den inhemska efterfrågan. För euroområdet som helhet har konsumentförtroendet förbättrats successivt under innevarande år. Den finansiella turbulensen tycks därmed hittills ha haft begränsad inverkan på konsumenternas inköpsplaner. Om försämringen av industrikonjunkturen blir kraftigare än väntat riskerar dock återverkningarna på den inhemska efterfrågan att bli tydligare, framför allt om också arbetsmarknadsläget försämrans.

I Storbritannien och i de nordiska länder som står utanför euroområdet, Norge och Danmark, väntas konjunkturen mattas väsentligt de kommande åren. Förutom den dämpning som de försämrade exportmöjligheterna medför bedöms de inhemska sektorerna i dessa länder växa långsammare efter flera år av stark inhemsk efterfrågan.

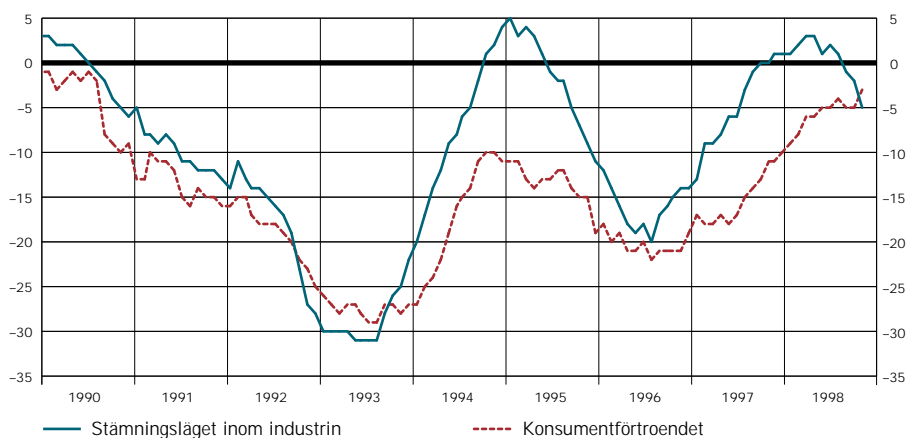
Inflationen i OECD-området revideras ned jämfört med föregående inflationsrapport.

Den svagare konjunkturutvecklingen innebär att den förväntade inflationen revideras ned ytterligare jämfört med föregående inflationsrapport för hela OECD-området. Inflationstakten de kommande två åren väntas därmed bli låg, i genomsnitt ungefär 1,5 procent. I exportsektorerna bedöms inflationstrycket vara ännu mer dämpat än i konsumentledet. Utfallsdata för producent- och exportpriser i USA och Europa under 1998, som överlag varit lägre än väntat, kan vara tecken på förstärkt priskonkurrens för exportföretagen. Under 1999 bedöms de internationella exportpriserna på bearbetade varor i lokal valuta vara i stort sett oförändrade jämfört med 1998. Under 2000 bedöms dessa priser öka med drygt 1 procent.

Sammanfattningsvis bedöms den globala finansiella oron leda till något svagare tillväxt inom OECD-området än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den lägre tillväxten väntas också leda till ett mer dämpat inflationstryck.

Diagram 8.

Konsumentförtroendet och stämmningsläget inom industrin i euroområdet. BNP-vägda netttotal



Källa: Ecwin.

Ränte- och växelkursbedömning

Utvecklingen av räntor och växelkurs påverkar inflationstrycket i svensk ekonomi. Riksbankens bedömning av ränte- och växelkursutvecklingen styrs i sin tur till viss del av det faktum att inflationsprognosen för de kommande två åren görs under ett antagande om oförändrad reporänta. Genomslaget på övriga marknadsräntor av reporäntebestämningen beror på räntornas löptid. Räntor med korta löptider påverkas markant och tremånadersräntan antas i stort sett ligga stilla under prognosperioden. Även obligationsräntor med längre löptider påverkas av reporäntebestämningen, men i mindre utsträckning. Efter avkastningskurvan i dagsläget är relativt flack bedöms justeringarna bli små och de långa räntorna antas stiga något fram till prognosperiodens slut. Även internationella långräntor antas på sikt stiga något från de historiskt låga nivåer som för närvarande råder. De långa räntorna i Tyskland antas stiga marginellt mer än motsvarande räntor i Sverige och därmed bedöms den långa räntedifferensen pressas samman något.

De långa obligationsräntorna, såväl utomlands som i Sverige, antas stiga något från de historiskt låga nivåer som för närvarande råder.

I föregående inflationsrapport bedömdes kronan appreciera under den tvååriga prognosperioden. De goda ekonomiska grundförutsättningarna vad avser tillväxt, inflation, statsfinanser och förtroende för den ekonomiska politiken ansågs tala för en starkare kronkurs. Dessutom gjordes bedömningen att de marknadsrelaterade faktorer som försvagat kronan under hösten var av mer tillfällig karaktär och att dessa effekter därför skulle avta. Bortsett från dessa kortsiktiga marknadsrelaterade faktorer baserades bedömningen också på att kronans reala växelkurs skulle stärkas efterhand när väl ekonomin närmar sig ett läge med extern och intern balans.¹⁶

Också i denna inflationsrapport antas kronan stärkas under de närmaste två åren. Kronan har

dock försvagats sedan föregående inflationsrapport. Detta innebär att anpassningen av kronkursen mot jämvikt antas ske från en svagare nivå än tidigare. Dessutom antas kronan, till följd av marknadsoron, inledningsvis ligga kvar på en ganska svag nivå för att därefter stärkas när oron minskar. Under senare delen av prognosperioden, när de mer tillfälliga orsakerna till kronförsvagningen ebbat ut, antas kronan stärkas i en långsammare takt.

Det är naturligtvis mycket svårt att fastställa en tidpunkt när kronan kan tänkas börja appreciera. Förstärkningen kan komma tidigare, eller senare, under prognosperioden. Det kan heller inte uteslutas att förstärkningen helt uteblir eller att kronan försvagas ytterligare. Bedömningen att kronan kommer stärkas relativt snabbt finner dock stöd på andra håll. Exempelvis så förväntar sig placerare på de finansiella marknaderna en starkare krona under de närmaste två åren (se tabell 1 i bilagan).¹⁷ En kronförstärkning stöds även av en analys där det historiska mönstret mellan kronkursvolatilitet och nivån på kronkursen studeras.¹⁸ Slutsatsen av denna analys är att om volatilitetsnedgången sker inom en snar framtid, vilket marknadens förväntningar indikerar, finns det också förutsättningar för en förstärkning av kronan.

Kronan bedöms inledningsvis vara fortsatt svag för att därefter stärkas.

Sammantaget bedöms den nominella TCW-vägd kronkursen uppgå till ca 128 under perioden fram till och med första kvartalet 1999. Därefter antas kronan appreciera gradvis till knappt 121 fjärde kvartalet 1999 och till drygt 118 fjärde kvartalet 2000. Denna utveckling, som ligger ungefär i linje med förväntningarna på penningmarknaden, innebär att kronan bedöms bli drygt 1 procent svagare i slutet av prognosperioden än i föregående inflationsrapport. Denna bedömning innebär att kronan i slutet

16 Se ruta "Kronkursens långsiktiga utveckling" i Inflationsrapport 1998:3.

17 Enligt Riksbankens enkät, som genomförs av SCB, om växelkursförväntningar per den 9 november 1998.

18 Se ruta "Kronans historiska volatilitet och framtida utveckling", sid. 24.

av 2000 antas vara svagare än den medelfristiga jämvikt som etableras när ekonomin når fullt resursutnyttjande och extern balans.

Sammanfattningsvis antas de korta räntorna, som en konsekvens av antagandet om oförändrad reporänta, vara stabila

under prognosperioden. De längre obligationsräntorna, såväl utomlands som i Sverige, bedöms stiga något under de närmaste två åren. Den svenska kronan bedöms inledningsvis vara fortsatt svag för att därefter stärkas. I slutet av prognosperioden antas kronan appreciera i en något långsammare takt.

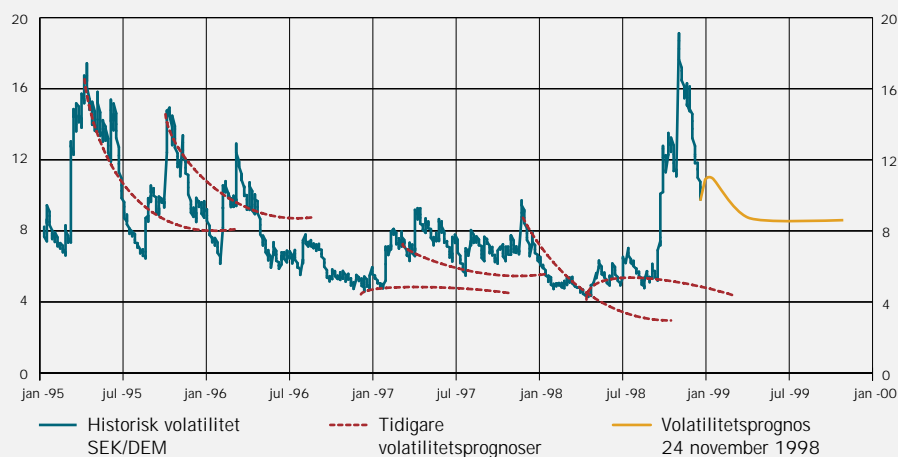
KRONANS HISTORISKA VOLATILITET OCH FRAMTIDA UTVECKLING

Volatilitet är ett mått på variationen i priset på en tillgång. I denna studie används storleken på oväntade rörelser i kronans kurs mot D-marken som mått på kronkursvolatiliteten.¹⁹ Som framgår av diagram R1 har kronan under senare år blivit något mer stabil, men den senaste tidens oro på de finansiella marknaderna har satt tydliga spår i utvecklingen. Efter att volatiliteten i kronkursen under de senaste tre åren varit i genomsnitt ca 8 procent per år, har den under de senaste veckorna tidvis stigit till närmare 20 procent på årsbasis.²⁰

Hur kommer då volatiliteten i kronkursen att utvecklas framöver? Kommer volatiliteten att vara fortsatt hög eller kommer den att återgå till mer normala nivåer? Inget går naturligtvis att säga med säkerhet, men med hjälp av marknadsnoteringar på valutaoptio-

ner kan marknads förväntningar om den framtida volatiliteten skattas.²¹ Diagram R1 visar att volatiliteten i kronkursen har varit hög under hösten, men att den har minskat kraftigt den allra senaste tiden. Det framgår även att marknads aktörer förväntar sig att volatilitetsnedgången ska fortsätta ned till omkring 8 procent per år, och att volatiliteten därefter förväntas ligga kvar på den nivån under det kommande året.²² Av diagrammet framgår också att prognoserna vid tidigare perioder med betydande marknadsoro indikerat förväntningar om relativt kraftigt fallande kronkursvolatilitet under det kommande året. I den mån inga nya störningar har inträffat som dragit upp volatiliteten igen, har marknadens förväntningar till stor del infriats. Ett liknande mönster, om än inte lika markerat, går att finna under de perioder när volatiliteten varit förhållandevis låg.

Diagram R1.
Historisk volatilitet och volatilitetsprognoser SEK/DEM. Procent



Anm. Volatilitetsprognosen skattad ur optionspriser per den 24 november 1998 samt motsvarande volatilitetsprognoser vid några tidigare turbulenta tidpunkter.
Källa: Riksbanken.

Optionspriserna har då ofta indikerat förväntningar om stigande kronkursvolatilitet.

Dagens situation med hög volatilitet och svag krona är i huvudsak konsistent med den historiska bilden.²³ Diagram R2 visar att stora svängningar i SEK/DEM-kursen ofta har sammanfallit med en relativt svag kronkurs. Ett undantag är slutet av 1997 då volatiliteten i kronans kurs mot D-marken minskade samtidigt som kronkursen försvagades. Denna avvikelse kan kopplas till den då aktuella debatten om kronans marginalisering i samband med starten av EMU. Det förefaller intuitivt rimligt att tänka sig att, ju större svängningarna är i en valuta, desto större är den eventuella riskpremie som placerare kräver för att hålla valutan.²⁴ En högre valutariskpremie tenderar i sin tur att försvaga valutan samtidigt som det kan ge en press uppåt på de inhemska räntorna. Den senare effekten har dock varit liten under senare år.

Prissättningen på optionsmarknaden indikerar i dagsläget förväntningar om en minskning av volatiliteten i kronans kurs mot D-marken, om än till något högre nivåer än de som rädde före höstens finansiella

oro. Givet det historiska mönstret mellan kronans volatilitet och nivån på kronkursen talar detta för att kronan bör kunna stärkas framöver, när den finansiella oron lägger sig och placerare åter börjar fokusera på mer grundläggande faktorer i prissättningen.

19 Mer specifikt skattas volatiliteten i denna analys med en s.k. GARCH(1,1)-modell (Generalized AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity). Empiriska studier visar att GARCH-modeller lyckas fånga upp dynamiken i volatiliteten på ett tillfredsställande sätt; se t.ex. Bollerslev, Chou och Kroner (1992), "ARCH Modeling in Finance", *Journal of Econometrics*, 52, sid. 5–59.

20 I ett internationellt perspektiv har den genomsnittliga kronkursvolatiliteten inte varit avvikande. Andra länder med inflationsmål uppvisar en växelkursutveckling med liknande genomsnittlig volatilitet. Exempelvis har den genomsnittliga årliga volatiliteten i GBP/DEM under de senaste tre åren varit ungefär densamma som i SEK/DEM.

21 Den förväntade volatiliteten definieras här som den skattade terminsvolatilitetskurvan; se Aguilar, Javiera och Peter Hör Dahl (1998), "Valutakurser och valutaoptioner som EMU-indikatorer", Penning- och valutapolitik 1998:2.

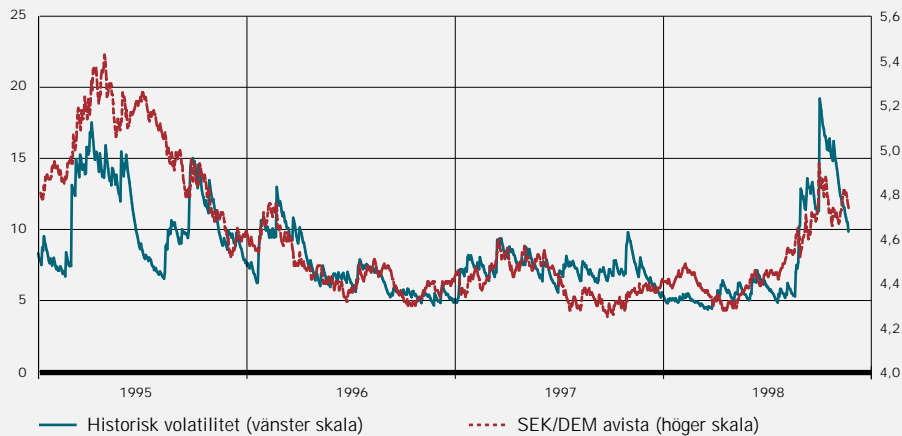
22 Mönstret med en förväntad volatilitetsnedgång är inte unikt för kronans utveckling mot D-marken utan framträder också i andra valutapar, exempelvis DEM/USD.

23 Detta är för övrigt ett mönster som gäller även för AUD/USD, samt för FIM/DEM fram till och med ERM-anknytningen.

24 Se t.ex. Bollerslev m.fl. (1992) för referenser till studier som undersökt sambandet mellan nivå och volatilitet i växelkurser utifrån riskpremiemodeller.

Diagram R2.

Nivå och volatilitet i SEK/DEM. Procent



Källa: Riksbanken.

Importpriser

En fjärdedel av KPI utgörs av importerade varor och ytterligare en del av importsubstitut. Förändringar i de internationella exportpriserna och i växelkursen är således av betydelse för den sammantagna inflationsbedömningen.

I detta avsnitt redovisas de direkta effekter som prisutvecklingen utomlands och förändringar i växelkursen bedöms få på konsumentpriserna i Sverige via importpriserna. Utöver denna direkta importpriskanal tillkommer att den internationella konjunkturen och kronkursen påverkar de svenska efterfråge- och utbudsförhållandena och därmed också inflationstrycket.

De internationella exportpriserna för bearbetade varor bedöms utvecklas svagare under de kommande två åren än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Den TCW-vägda kronkursen har försvagats men antas appreciera under de närmaste två åren. Råvarupriserna väntas följa den utveckling som ges av terminspriserna på råolja och metaller. Dessa indikerar en uppgång med ca 12 procent 1999 och 8 procent 2000 (se diagram 5, sid. 11).

De internationella exportpriserna för bearbetade varor bedöms utvecklas svagare under de kommande två åren än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

De internationella export- och råvaruprisernas inflytande på de svenska producent- och konsumentpriserna är svårbedömt och beror på flera faktorer, bland annat den svenska kronans utveckling. De internationella prisernas och växelkursens genomslag på importpriserna i producentledet är fördröjt

och ofullständigt även på lång sikt. Därtill kommer att producentpriserna bara delvis och med eftersläpning påverkar priserna i konsumentledet (se ruta "Internationella prisers och växelkursens genomslag i KPI", sid. 27).

De internationella prisernas och växelkursens genomslag på importpriserna i producentledet är fördröjt och ofullständigt.

Detta innebär att en förändring i de internationella exportpriserna eller i växelkursen påverkar konsumentpriserna måttligt och med betydande tids eftersläpning.

Försvagningen av kronkursen under de senaste månaderna bedöms inte få nämnvärda effekter på inflationen i år. Konsumentpriserna på varor som i huvudsak importeras har utvecklats oväntat svagt och bedöms sjunka med drygt 1 procent under 1998 och dämpa förändringen i KPI med ca 0,3 procentenheter. Den i utgångsläget svaga men successivt apprecierande växelkursen tillsammans med låga internationella prisökningar bedöms medföra att priserna på i huvudsak importerade varor stiger med ca 1,5 procent 1999 och med drygt 0,5 procent 2000. Det samlade bidraget till inflationen, mätt med KPI och UND1X, blir ca 0,4 procentenheter 1999 och knappt 0,2 procentenheter 2000.

Sammantaget väntas den dämpade internationella prisutvecklingen och en i utgångsläget svag men successivt apprecierande kronkurs medföra att importpriserna utvecklas måttligt. Effekten av detta på inflationen, mätt med KPI, bedöms bli mindre i år än vad som förutsattes i föregående rapport. Det samlade bidraget under 1999 och 2000 bedöms bli något större än vad som antogs i föregående rapport.

INTERNATIONELLA PRISERS OCH VÄXELKURSENS GENOMSLAG I KPI

Den svenska kronans utveckling har karaktäriserats av hög volatilitet det senaste året. Under sommaren och hösten har kronan deprecierat kraftigt mot flertalet valutor. Importpriserna har dock utvecklats tämligen svagt hittills i år. Detta kan delvis tillskrivas fallande internationella exportpriser.

En försvagning av växelkursen kan i allmänhet väntas leda till prisökningar på framför allt importerade varor. Hur stort detta genomslag blir är dock olika för olika typer av varor. Det kan förväntas vara stort och snabbt för homogena varor, som exempelvis råolja, vilkas pris fastställs på världsmarknaden. Det kan dock vara både långsammare och ofullständigare för mer differentierade typer av varor där inhemska substitut konkurrerar.

Priset på svenska importvaror i konsumentledet bestäms, förutom av utländskt exportpris och växelkurs, även av inhemska komponenter som vinstmarginaler, löner, skatter och andra kostnader i transport och detaljistledet.

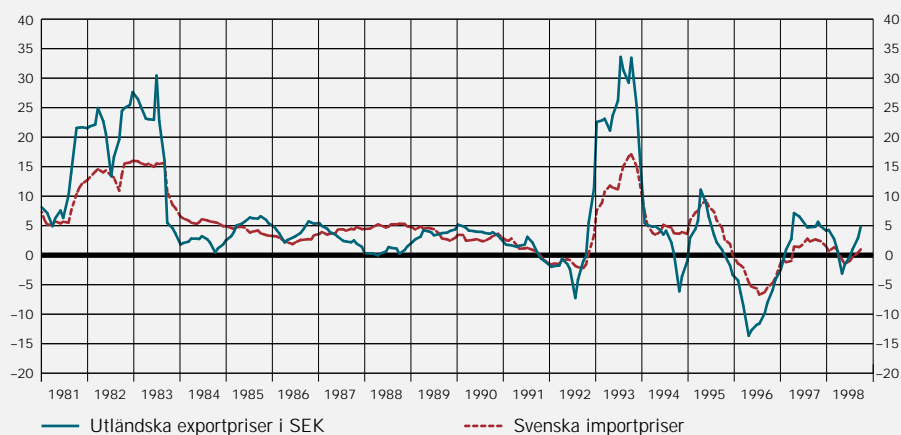
På kort sikt har prisstelheter och andra anpassningskostnader, t.ex. via terminssäkring av valutor, stor del i det reducerade genomslaget. På lite längre sikt har även andra marknadsförhållanden betydelse för genomslaget. Beroende på vilken konkurrenssituation de befinner sig i kan såväl utländska exportörer som inhemska

importörer och detaljister förändra sina vinstmarginaler och därigenom styra prissättningen för att uppnå en så gynnsam vinstutveckling som möjligt. Här torde förväntningar om huruvida en växelkursförändring är av tillfällig eller permanent karaktär spela roll. En förändring som uppfattas som permanent borde få ett starkare genomslag i alla led än en som uppfattas som temporär. Även det allmänna efterfrågeläget torde spela en roll. Det är sannolikt lättare att höja priserna i en högkonjunktur då många inhemska konkurrenter också tenderar att höja sina priser än i perioder då den inhemska efterfrågan utvecklas svagt. Slutligen är också den inhemska prisutvecklingen och tilltron till låginflationspolitiken av betydelse för prissättningen.

En analys av växelkursens påverkan på den inhemska prisnivån kan lämpligen delas upp i två steg. Det första steget inbegriper utländska exportpriser och växelkursens genomslag på importpriserna i producentledet. Det andra steget omfattar genomslaget av importpriserna (i producentledet) på priserna i konsumentledet, antingen specifikt på importerade varor eller på KPI i stort.

En rad statistiska problem försvårar försök att kvantifiera växelkurseffekter på priserna. Beräkningar visar dock att en växelkursförändring slår igenom med ungefär 60 till 80 procent i producentledet på lång sikt.²⁵

Diagram R3.
Export- och importpris.
Årlig procentuell
förändring



Källa: Konjunkturinstitutet.

Hur stor och snabb effekten blir beror på hurvida priser på mer homogena varor som t.ex. råolja inkluderas eller inte. Huvuddelen av importvarorna är dock inte homogena och anpassningshastigheten av priserna på dessa varor efter en störning i växelkursen förefaller vara mindre och relativt långsam. Först efter sex kvartal beräknas halva effekten ha slagit igenom.

Konsumentprisindex består till ungefär 25 procent av i huvudsak importerade varor. Det är främst dessa varor som påverkas av växelkursförändringar. Men även i huvudsak inhemska producerade varor och tjänster kan påverkas *indirekt* av växelkursen²⁶. De kan antingen innehålla importerade insatsvaror vars kostnad stiger när växelkursen försvagas och/eller utgöra inhemska substitut för importvaror vars efterfrågan ökar när importpriserna stiger.

Genomslaget av höjda importpriser i producentledet på KPI skulle därför kunna bli såväl större som mindre än de 25 procent av KPI som den direkta importandelen motsvaras av. Beräkningar som gjorts på Riksbanken ger vid handen att det långsiktiga genomslaget är drygt 25 procent. Den genomsnittliga anpassningshastigheten är något snabbare i konsumentledet. Omkring halva effekten inträffar redan inom tre kvartal. Skillnaden förefaller emellertid vara betydande mellan olika varugrupper.

Det faktum att importprisernas genomslag i konsumentpriserna är lika stort som importandelen i KPI skulle kunna tolkas som att genomslaget faktiskt är full-

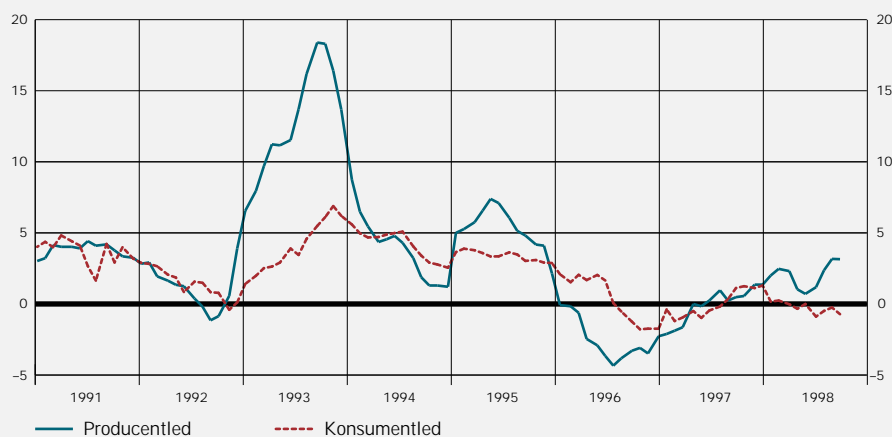
ständigt. En annan tolkning är att genomslaget är ofullständigt för i huvudsak importerade varor i KPI men att detta uppvägs av indirekta effekter, via priserna på importerade insatsvaror eller importkonkurrerande inhemska varor. En skattning av genomslaget från importprisindex för konsumtionsvaror i priserna för underkategorin huvudsakligen importerade varor i KPI ger visst stöd för den senare tolkningen. Det totala genomslaget begränsas här till ca 60 procent. Resten av effekten på KPI som helhet skulle då kunna tolkas som den ovan nämnda indirekta effekten.

Sammantaget förefaller internationella prisers och växelkursens genomslag på konsumentpriserna vara begränsat. En tioprocentig varaktig försvagning av kronan skulle med dessa uppskattade långsiktiga elasticiteter medföra en uppgång i importpriser i producentledet på 6–8 procent. Effekten på huvudsakligen importerade varor skulle bli knappt 4 procent, vilket motsvarar en KPI-effekt på närmare 1 procentenhet. Den totala effekten på KPI, inklusive indirekta effekter, skulle därmed begränsas till ca 2 procentenheter. Normalt skulle denna anpassning vara en utdragen process på flera år.

25 Se Alexius, Annika (1997) "Import Prices and Nominal Exchange Rates in Sweden", *Finnish Economic Papers*, Vol. 10 No. 2.

26 Konsumentpriset på i huvudsak importerade varor består till största del av en importerad del men även inhemska kostnader som löner, skatter och andra påslag kan utgöra en stor andel av dessa varors pris. Enligt input-output-tabeller utgör ren import ca 25 procent av privat konsumtion.

Diagram R4.
Importpriser på konsumentvaror i producent- och konsumentled. Årlig procentuell förändring



Anm. Båda mätten exkluderar petroleumrelaterade produkter.
Källa: SCB.

Efterfrågan och utbud

UTRIKESHANDELN

Exportutvecklingen hittills i år överensstämmer väl med Riksbankens tidigare bedömningar. Exporten ökade med 6,7 procent första halvåret 1998 jämfört med samma period i fjol. Det finns dock tecken på att den fortsatta exporttillväxten kan bli lägre än vad Riksbanken tidigare räknat med. Utsikterna för den ekonomiska utvecklingen i omvärlden har försämrats, vilket medför en svagare marknadstillväxt för svensk varuexport.

Den svenska konkurrenskraften förväntas dock bli fortsatt god till följd av en svag kronkurs och en gynnsam löne- och produktivitetsutveckling. Priskonkurrensen blir troligtvis hård, men de svenska exportföretagen bör ha goda möjligheter att försvara och kanske öka sina marknadsandelar utan att vinsterna försämras nämnvärt. Under 2000 förväntas en viss internationell återhämtning. Den förväntade kronappreciering som antas i huvudscenariot kan dock innebära en viss försvagning av konkurrenskraften. Sammantaget väntas exporten komma att utvecklas svagare, framför allt under 1998 och 1999, än vad som antagits i föregående bedömningar.

Exporttillväxten dämpas till följd av en svagare internationell konjunktur.

Importen har ökat oväntat starkt hittills i år. Den totala importen av varor och tjänster steg med 12,6 procent mellan första halvåret 1998 och motsvarande period i fjol. Den inhemska efterfrågan väntas dock växa något långsammare under framför allt 1999 än vad som tidigare förutsattes. Tillsammans med den svagare banan för kronan som antas i huvudscenariot, innebär detta att varuimporten förväntas bli svagare än vad som antogs i föregående inflationsrapport.

Sammantaget väntas exporten utvecklas svagare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. Även importen revideras ner i första hand 1999 men också i viss mån 2000. Nettobidraget från utrikeshandeln till BNP-tillväxten förväntas bli negativt under 1998 och i stort sett neutralt under resten av prognosperioden.

BRUTTOINVESTERINGARNA

Enligt nationalräkenskaperna ökade bruttoinvesteringarna med 9,6 procent på årsbasis första halvåret i år. Denna utveckling ligger i stort sett i linje med prognosen i föregående inflationsrapport.

Utsikterna för den internationella konjunkturen under prognosperioden har försämrats, vilket påverkar bedömningen av tillväxt och investeringar i Sverige. En minskad exportefterfrågan väntas dämpa den inhemska industrikonjunkturen och därmed också investeringarna i industrin och i de industrirelaterade delarna av övrigt näringsliv. Tolkningen stöds av SCB:s investeringsenkät för oktober, som visar på en betydligt svagare utveckling av industriinvesteringarna redan under innevarande år. Investeringarna i övrigt näringsliv bedöms emellertid hållas uppe av en stigande privat konsumtion och en förhållandevis expansiv tjänstesektor.

Efter ett starkt första halvår 1998 talar mycket för att industrins investeringstillväxt kommer att dämpas och till och med bli negativ 1999. Det finns allt tydligare tecken på en avmattning av industrikonjunkturen. Konjunkturinstitutets barometerundersökning för september tyder på att orderingången till industrin har utvecklats sämre under tredje kvartalet än företagen räknat med. Nulägesomdömet om orderstocken har också förskjutits i negativ riktning från föregående kvartalsbarometer. Leveranstiderna har minskat och andelen företag i vilka tillgången på maskiner och anläggningar begränsar produktionen har fallit från 27 procent i juni till 12 procent i september.

De totala bruttoinvesteringarna bedöms följa en svagare utveckling än vad som antagits i tidigare bedömningar. De väntas dock fortsätta att öka under hela prognosperioden och bostadsinvesteringarna väntas dessutom öka starkt.

Industrikonjunkturen bedöms bli mer dämpad och industriinvesteringarna väntas därför utvecklas betydligt svagare framför allt under 1999. De totala bruttoinvesteringarna antas dock öka under prognosperioden.

Lagerförändringarna gav enligt nationalräkenskaper ett mycket kraftigt bidrag till tillväxten under första halvåret 1998, motsvarande drygt 1 procentenhet av tillväxten på årsbasis. Det är svårt att avgöra i vilken utsträckning lageruppbyggnaden är oönskad, orsakad av vikande efterfrågan. Delvis rör det sig antagligen också om att lagren av billiga insatsvaror och råvaror ökat. Det är dock inte troligt att lagren kan fortsätta att öka i samma takt framgent. Det är därför rimligt att räkna med negativa

lagerbidrag till BNP-tillväxten under prognosperioden. Tidtabellen för ett lageromslag och styrkan i detsamma är emellertid svårbedömd.

Sammantaget bedöms de totala bruttoinvesteringarna fortsätta att öka under hela prognosperioden. Mycket tyder dock på att industrins investeringstillväxt kommer att dämpas och till och med bli negativ nästa år. Lagerinvesteringarna väntas ge ett negativt bidrag till BNP-tillväxten. Bostadsinvesteringarna väntas öka starkt, dock från en mycket låg utgångsnivå.

BYGGSEKTORN

Under de senaste åren har byggnadsaktiviteten i Sverige legat på en historiskt sett mycket låg nivå. Det finns nu tecken på en återhämtning i byggandet, vilket bekräftas av Konjunkturinstitutets två senaste kvartalsbarometrar. Efterfrågan på bostäder har också ökat, vilket framgår av att priserna för småhus har ökat kraftigt sedan 1996 (se diagram 25 i bilagan). Nybyggandebehovet av bostäder uppskattas till 20 000–45 000 och ombyggnadsbehovet till 30 000–40 000 lägenheter per år, huvudsakligen förlagt till storstadsområdena.²⁷ I Riksbankens huvudscenariot antas bostadsinvesteringarna öka med ca 5 procent i volym 1998 och 15–20 procent 1999 och 2000. Detta kan innebära mycket snabba ökningarna i vissa regioner. Det stora antalet outhyrda lägenheter talar dock mot en ännu snabbare uppgång de närmaste åren.²⁸

Förbättringen av byggnadsindustrins konjunkturläge har bland annat inneburit att andelen byggföretag som enligt barometerundersökningarna uppger sig ha brist på arbetskraft har ökat från 2 procent i mars till 14 procent i september. Tillgången på arbetskraft tycks i dagsläget vara den enda trånga sektorn av betydelse. Arbetslösheten för byggnadsarbetare i hela riket har under senare tid sjunkit kraftigt, från 17,3 till 10,3 procent på ett år.²⁹ Fortsatt hög arbetslöshet parallellt med arbetskraftsbrist i en sjundedel av företagen kan delvis förklaras av regionala skillnader i arbetslöshet och betydande geografiska avstånd mellan län med hög respektive låg arbetslöshet. Dessutom är byggnadsarbetare en heterogen grupp. Allmän brist råder bara för vissa specialiserade arbetare.

Många byggnadsarbetare har övergått till andra

sektorer eller flyttat utomlands. De ca 7 000 svenska byggnadsarbetare som sysselsätts i Norge kan möjligen i samband med vikande norsk byggkonjunktur komma att återvända till Sverige.³⁰ Byggbranschgruppen, som på regeringens uppdrag ska se över byggsektorns flaskhalsproblem, har identifierat brist på yrkeserfarenhet hos ca en tredjedel av de arbetslösa byggnadsarbetarna. Omkring 6 procent av de arbetslösa saknar även formell utbildning. På sikt kan problemen förvärras av stigande medelålder och ett svagt intresse för byggnadsarbete bland ungdomar. Ökad rörlighet, kompetensutveckling, marknadsföring av utbildningar samt plan- och markberedskap är föreslagna åtgärder.

Entreprenörernas och byggherrarnas kostnader, som mäts med faktorprisindex (FPI), har tidigare stigit i konjunkturuppgångar. Till årstakten på 2,5 procent i oktober bidrar främst lönekostnaderna, vilka utgör en fjärdedel av FPI, med en årstakt på 3,7 procent i oktober. FPI tillsammans med entreprenörernas produktivitet och vinstmarginaler bildar byggnadsprisindex (BPI) som mäter prisutvecklingen på den färdiga bostaden. BPI redovisas med betydande tidseftersläpning och steg med hela 18,1 procent fjärde kvartalet 1997 jämfört med motsvarande period 1996. Den starka prisökningen bedöms i stor utsträckning vara en uppgång av vinstmarginalerna, som tidigare under 1990-talet minskat kraftigt.³¹

Lönesystemet i byggsektorn tycks inte ha genomgått några mer genomgripande förändringar under det senaste decenniet, utan kännetecknas genomgående av ackordslön för byggnadsarbetare och tidlön för maskinförare och byggservice. I det senaste byggavtalet gjordes

vissa ändringar då det gäller resultatlön, som bygger på de ekonomiska resultaten av byggprojekten.

Priserna på byggmaterial är konjunkturkänsliga, vilket är ett mönster som förstärks av den höga koncentrationen bland materialtillverkarna. Trots en nationellt spridd byggmaterialproduktion är industrin ofta lokalt eller regionalt baserad och starkt knuten till traditioner i det aktuella området. Tunga byggmaterial lönar sig dessutom ofta inte att transportera, vilket begränsar konkurrensen från geografiskt avlägsna leverantörer. Flertalet förvärv och företagsfusioner skedde under 1980-talet för att skärpa beredskapen inför en ökad internationell konkurrens. Genom horisontell och vertikal integration köptes små och medelstora företag upp av större företag, som därigenom fick kontroll över substitut samt säkrade tillgången på insatsvaror och/eller avsättningsmarknad. Denna utveckling har bidragit till den höga koncentrationen inom byggsektorn samt byggtreprenörers kontroll över tidigare led i byggfasen. Utslagning under lågkonjunkturen har ytterligare stärkt de dominerande företagens ställning. Importen av byggmaterial har inte ökat och därmed inte medfört hårdare konkurrens på byggmaterialmarknaden. EU:s byggproduktdirektiv, som skulle underlätta importkonkurrens, kan rent av ha missgynnat mindre företag, som ofta saknar resurser för ett aktivt deltagande i standardiseringsarbetet.

En viktig faktor för kostnadsutvecklingen utgörs av systemet för bostadsfinansiering. Detta genomgick en omfattande förändring den 1 januari 1993. I det gamla systemet påverkade de faktiska kostnaderna för byggprojekten låneunderlagets storlek och dessutom kom staten att i stor utsträckning svara för de kapitalkostnadsökningar som orsakades av stigande marknadsräntor. Syftet med de nya reglerna för bostadsfinansieringen är att göra fastighetsägare och boende mer räntekänsliga, att förenkla regelverket för att göra bostadsbyggandet mer efterfrågestyrt och mindre subventionsstyrt samt att dämpa produktionskostnaderna. Räntebidraget grundas på ett bidragsunderlag, som beräknas med hjälp av ett schablonbelopp. Beloppet har medvetet fastställts i underkant av produktionskostnaderna. Vidare utgår räntebidrag endast som en viss andel av den schablonberäknade räntekostnaden. Räntebidragen minskas sedan dels genom att de trap-

27 SOU 1996:156 Bostadspolitik 2000 – från produktions- till boendepolitik samt Boverket.

28 Enligt SCB:s undersökning i september 1998 är 5,7 procent tillhörande allmännyttans bostadsföretag outhyrda.

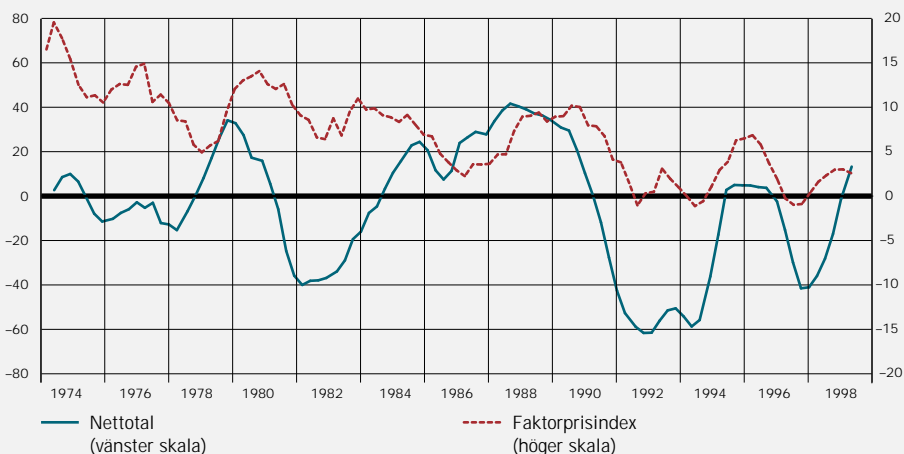
29 Enligt statistik för oktober månad från Byggnads arbetslöshetskassa.

30 Enligt Inrikesdepartementets Byggbranschgrupp.

31 Till viss del kan den kraftiga uppgången under 1997 också förklaras av att BPI redovisas exkl. investeringsbidrag. Dessutom baseras beräkningen på så få objekt under 1997 att resultaten blir osäkra. Se Byggindex nr 8 1998 SCB.

Diagram R5.

Byggkonjunktur och faktorpriser. Nettotal och årlig procentuell förändring



Anm. Nettotal enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökning av byggnadsindustrin (säsongrensade och tre kvartals glidande medelvärde). Dessa anger differensen mellan det procentantalsvarande som uppger en positiv utveckling av byggandet och den andel som uppger en negativ utveckling.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken.

pas ned år för år för varje byggprojekt enligt en plan, dels genom att varje ny årgång flerbostadshus börjar från en lägre räntebidragnivå tills räntebidragen nått 30 procent av den schablonberäknade räntekostnaden. De statliga bostadslånen har också ersatts med en kreditgaranti.

När byggandet nu börjat öka syns en begynnande, men än så länge geografiskt och yrkesmässigt begränsad, brist på arbetskraft. Byggbranschen har, i ett längre perspektiv, svåra personalförsörjningsproblem att hantera. Koncentrationen i branschen har ökat och löner

och priser visar tendenser att stiga. Lönesystemet för byggnadsarbetare och förhållandena på byggmaterialmarknaden har inte genomgått några mer omfattande förändringar under det senaste decenniet. Den sannolikt viktigaste strukturella förändring som påverkar förutsättningarna för prisutvecklingen i en konjunkturuppgång är förändringen av systemet för bostadsfinansiering. Genom att bostadsföretag och boende mer direkt kommer att känna av produktionskostnaderna bör det nya bostadsfinansieringssystemet verka dämpande på byggkostnaderna.

PRIVAT KONSUMTION

Den privata konsumtionen ökade med 2,5 procent mellan första halvåret 1998 och första halvåret 1997. Den senaste statistiken tyder på en fortsatt stark utveckling under andra halvåret 1998.

Det enskilt största hotet mot en fortsatt gynnsam utveckling av konsumtionen utgörs av den internationella finanskrisen. Aktiekurserna på Stockholmsbörsen har i genomsnitt fallit med drygt 16 procent sedan mitten av juli. Börsfallet bedöms, åtminstone till en del, vara en normalisering efter de senaste årens kraftiga uppgång. Prissättningen av OMX-optioner visar att marknadsaktörerna bedömer att osäkerheten på Stockholms fondbörs har minskat något sedan föregående inflationsrapport (se diagram 26 i bilagan). Den direkta förmögenhetseffekten på konsumtionen bedöms bl.a. av dessa skäl vara begränsad.

Effekten på hushållens framtidsförväntningar är emellertid mer svårbedömd. Hushållens förväntningar om den egna ekonomin ligger fortfarande på en historiskt sett hög nivå. Förtroendeindikatorn³² och hushållens köpplaner antyder dock en viss dämpning av framtidstron. Även utvecklingen av småhuspriserna förefaller ha dämpats något, vilket kan avspeglade en försämrad framtidstro hos hushållen.

Förutsättningarna för en konsumtionstillväxt under de närmaste åren bedöms som fortsatt goda. En viss nedrevidering är dock rimlig mot bakgrund av den internationella krisens effekter på hushållens förväntningar.

Trots börsnedgång och internationell oro bedöms de fundamentala bestämningsfaktorerna för privat konsumtion fortfarande vara gynnsamma. Hushållens reala inkomster bedöms växa relativt snabbt under de närmaste åren (ca 3 procent per år), bl.a. till följd av den låga inflationen. De svenska hushållen har sannolikt också ett stort uppdämt konsumtionsbehov av kapitalvaror. Hushållens finansiella och reala förmögenhet har dessutom vuxit betydligt under de senaste två till tre åren. Sysselsättningen väntas fortsätta att öka. Riksbankens räntesänkningar och nedgången i de långa räntorna har dessutom skapat goda förutsättningar för konsumtionstillväxt.

Sammantaget bedöms privat konsumtion utvecklas något svagare än vad som antogs i föregående inflationsrapport. En mindre nedrevidering för 1998 och 1999 är motiverad mot bakgrund av den dämpande effekt som den internationella utvecklingen bedöms få på hushållens konsumtionsplaner.

FINANSPOLITIKEN

Enligt nationalräkenskaperna ökade den kommunala konsumtionen något mindre under första halvåret än den preliminära statistiken indikerade medan den

statliga konsumtionen ökade betydligt mer. Den nya statistiken föranleder en upprevidering av statlig konsumtion 1998.

Budgetpropositionen innehöll inte några nya reformförslag som ändrar synen på offentlig konsumtion under prognosperioden. Budgeteringsmarginalerna är små och utgiftstaken verkar nu bromsande för nya utgiftsökningar. Emellertid presenterades en ytterligare satsning på kommunerna 1999 om 1,3 miljarder kronor. Denna består av att den statliga inkomstskatt som samtliga inkomsttagare betalar omvandlas till en kommunalskatt. I budgetpropositionen föreslogs även andra lättnader av finanspolitiken, vilka ytterligare krympte de redan snäva budgeteringsmarginalerna.

Utgångspunkten för inflationsprognosen är att finanspolitiken fortsätter att vara stram, men att inga ytterligare åtstramningar genomförs under prognosperioden. Finanspolitikens direkt återhållande effekt på efterfrågan bedöms därmed inte bli lika stor som under de senaste åren.

Det förtroende som uppnåtts efter konsolideringen av de offentliga finanserna bidrar till den inhemska sektorns återhämtning. För att ytterligare förstärka detta förtroende är det därför väsentligt att utgiftstaken och budgetmålen fullföljs samt att den betydande offentliga skulden amorteras ned, bl.a. för att öka handlingsfriheten i den samlade ekonomiska politiken.

Finanspolitiken fortsätter att vara stram men den direkt återhållande effekten på efterfrågan bedöms inte bli lika stor som under de senaste åren.

Den svagare konjunkturen kan komma att försämra det offentliga sparandet och därmed minska amorteringsutrymmet men bedöms i huvudscenariot inte utgöra något hot mot regeringens budgetmål.

Sammantaget bedöms offentlig konsumtion komma att öka något snabbare 1998 jämfört med den bedömning som gjordes i föregående inflationsrapport. I övrigt ligger den tidigare bedömningen fast. Finanspolitiken bedöms vara fortsatt stram under prognosperioden men den direkta återhållande effekten på efterfrågan antas inte bli lika stor som tidigare.

BNP

Bilden av BNP-utvecklingen har förändrats något i negativ riktning sedan föregående inflationsrapport. Den internationella konjunkturavmattningen bedöms få återverkningar på den inhemska ekonomin främst under 1999, framför allt i form av minskad nettoexport och något lägre bruttoinvesteringar men även genom en marginellt svagare ökningstakt i privat konsumtion. Under 2000 väntas en försiktig återhämtning i ekonomin. Riksbankens räntesänkningar bedöms delvis motverka effekterna av den mer dämpade internationella utvecklingen och på så sätt bidra till att förhindra en mer uttalad avmattning i den svenska konjunkturen.

Sammantaget bedöms BNP öka med mellan 2,5 och 3 procent 1998, med mellan 2 och 2,5 procent 1999 och med ca 2,5 procent 2000. Det innebär en nedrevidering av prognosen för tillväxten, i första hand för 1999.

ARBETSMARKNAD

Efterfrågan på arbetskraft har ökat till följd av den ökade aktiviteten i ekonomin. I den privata tjänstesektorn var under perioden januari-oktober drygt 35 000 fler personer sysselsatta än motsvarande period i fjol. Sysselsättningsfallet i den offentliga sektorn har också upphört och antalet sysselsatta har ökat med 13 000 personer hittills i år.

Arbetslösheten har fallit betydligt sedan förra hösten. Drygt 1,5 procent av arbetskraften lämnade arbetsmarknaden förra hösten, bl.a. för att börja olika typer av utbildningar. På kort sikt har detta lett till ett minskat utbud av arbetskraft. Det behöver dock inte påverka inflationstrycket eftersom åtgärderna inte berör utbudet av välutbildade eller av andra skäl efterfrågade kategorier av arbetskraft. På sikt skulle regeringens satsning på kompetensutveckling, om denna visar sig lyckosam, kunna bidra till att minska den strukturella arbetslösheten.

Sedan 1991 då arbetskraften var som störst har

32 Förtroendeindikatorn (Consumer Confidence Indicator) är en sammanvägning av ett antal frågor som SCB ställer till svenska hushåll om hur dessa ser på den egna respektive svenska ekonomin samt om planer på inköp av kapitalvaror.

arbetskraften minskat med en kvarts miljon personer. Huvuddelen av dessa utgörs av heltidsstuderande som söker arbete, s.k. latent arbetssökande, samt personer som deltar i utbildningsåtgärder. Antalet personer som heltidsstuderar och samtidigt är registrerade som arbetssökande uppgår för närvarande till 140 000. Det är troligt att kompetensen i denna grupp är relativt hög och att en stor del av dessa personer är aktiva i att söka jobb. Det bör därför finnas lediga resurser utanför den egentliga arbetsmarknaden.

Sysselsättningen förväntas öka något långsammare är tidigare antagits på grund av en svagare realekonomisk utveckling.

De något svagare tillväxtutsikterna för svensk ekonomi innebär att sysselsättningsökningen kan komma att bli lite lägre än vad Riksbanken tidigare bedömt. De två kommande åren väntas arbetskraften öka i takt med att arbetslösa lämnar olika utbildningar och återinträder på arbetsmarknaden.

Sammantaget bedöms arbetslösheten bli något högre i slutet av prognosperioden jämfört med föregående inflationsrapport. Denna upprevidering föranleds i första hand av den svagare konjunkturen. Den strukturella arbetslösheten bedöms vara oförändrad.

LÖNER OCH PRODUKTIVITET

Under 1998 har löneökningarna hittills för hela ekonomin varit i genomsnitt 2,5 procent. Löneökningarna från årets avtalsrörelse finns dock ännu inte

med i statistiken i full utsträckning. På tjänstemannasidan är flera lokala avtal ännu inte klara.

Lönerna bedöms öka med omkring 3,5 procent per år under prognosperioden. Detta innebär en viss nedrevidering jämfört med föregående inflationsrapport, främst föranledd av de något svagare tillväxtutsikterna. Företagens lönsamhet väntas bli något sämre på grund av dämpad tillväxt och successivt fallande inflationsförväntningar. Även löneglidningen bedöms därför bli något lägre under prognosperioden.

Såväl löne- som produktivetsutvecklingen väntas bli något svagare än vad som tidigare antagits till följd av den svagare realekonomiska utvecklingen.

Den grundläggande bilden av produktivetsutvecklingen har inte förändrats sedan föregående prognos. Produktivetsutvecklingen väntas vara fortsatt god. De produktivetsökningar på 2,6 procent som redovisades för förra året och för första halvåret i år, måste emellertid betraktas som ovanligt stora. Utvecklingen under prognosperioden väntas ligga i nivå med perioden 1990–1996 då produktiviteten i genomsnitt ökade med 1,7 procent, jämfört med omkring 1 procent under 1980-talet. Produktivetsutvecklingen väntas dock mattas något av de försämrade konjunkturutsikterna.

Den relativt positiva synen på löne- och produktivetsutvecklingen är i stort oförändrad sedan föregående inflationsrapport. En något mer dämpad löneutveckling uppvägs i viss mån av en svagare produktivetsökning

AVTALSRORELSEN 1998

Allmänt

På merparten av arbetsmarknaden har det nu slutits nya avtal.³³ En stor del av avtalen är treåriga och för många av dessa är det sista året uppsägningsbart. En gemensam nämnare i många avtal är formuleringar som stödjer en ökad löneflexibilitet på lokal nivå. Exempelvis stipulerar flera av avtalen att de lokala lönepotterna fördelas med hänsyn till ansvar, svårighetsgrad

och kompetens. I andra avseenden finns en mångfald av avtalskonstruktioner, som arbetstidsförkortning, kompetensutveckling och s.k. lägsthöjningar. En jämförelse mellan avtalen försvaras av att avtalsmässig löneökning motsvarar olika lönebegrepp. I vissa fall avses lägsthöjningar och i andra fall finns inga centralt angivna ramar. Därmed försvaras också tolkningen av begreppet löneglidning.

I diagram R6 (sid. 36) visas en sammanställning av avtal för ca 2,5 miljoner löntagare, som ger en grov bild av fördelningen mellan olika avtal.³⁴ Endast en mindre del av avtalen förfaller före slutet av 1999, bl.a. transportavtalet som omfattar ca 35 000 anställda och förfaller sista december 1998. Majoriteten av avtalen förfaller första kvartalet 2001. En större andel av dessa är uppsägningsbara.

Avtalsrörelsen 1995 fördes mot bakgrund av att inflationsförväntningarna på ett och två års sikt för både arbetstagare och arbetsgivare var ca 3,5 procent i genomsnitt. Men dessa kom *inte* att infrias. Inflationsutfallen på årsbasis blev i genomsnitt runt 0,9 procent under perioden 1996–1997, dvs. ca 2,5 procentenheter lägre än väntat.³⁵ Detta resulterade i en hög reallöne-tillväxt, ca 4,5 procent per år i genomsnitt 1996–1997. Detta kan jämföras med en i stort oförändrad reallön under 1980-talet.

Avtalsrörelsen 1998 tyder på att arbetsmarknadens parter har kommit till insikt om att inflationen kommer att vara fortsatt låg. Inflationsförväntningarna för arbetstagare var på två års sikt i genomsnitt 1,9 procent under tiden november 1997 till september 1998 och motsvarande för arbetsgivare var ca 0,1 procentenhet lägre.³⁶ Detta har sannolikt varit en viktig faktor i löneförhandlingarna.

De institutionella förhållandena i årets avtalsrörelse kan också ha bidragit till de förhållandevis återhållsamma avtalen. Argument för ett sådant synsätt utgör den s.k. Calmfors-Driffill-kurvan som anger ett ”upp-och-nedvänt U” förhållande mellan graden av centralisering i löneförhandlingarna och reallönekostnadsökningar.³⁷ Konkret innebär kurvan att centralt framförhandlade avtal för hela arbetsmarknaden eller förhandlingar inom enskilda företag leder till lägre reala lönekostnadsökningar än avtal framförhandlade på förbunds nivå. Fördelen med centrala förhandlingar är att parterna har motiv och kraft att ta hänsyn till löneutfallens samhällsekonomiska konsekvenser. Exempelvis påverkas sysselsättning, arbetslöshet och skatteuttag av löneutvecklingen. Fördelen med lokala förhandlingar är att löneutrymmet bestäms utifrån det enskilda företags situation och att löneökningarna därmed bättre kan förväntas motsvara produktionens behov. I årets avtalsrörelse fanns inslag både av central och helt decentraliserad lönebildning. Samarbetsavtalen inom industrin³⁸ som omfattade ca en halv miljon löntagare med

bl.a. starka opartiska ordföranden är exempel på det förra och det utökade löneutrymmet för lokala förhandlingar är exempel på det senare. Därmed utnyttjade arbetsmarknadens parter de båda mest fördelaktiga positionerna på Calmfors-Driffill-kurvan.

Löneglidning

Utöver avtalade löneökningar förekommer s.k. löneglidning. Löneglidningen speglar i högre utsträckning än den avtalade lönekomponenten företagets ekonomiska situation, eftersom den kan justeras utifrån lokala förhållanden, som företagets orderingång, lokal produktivitet, konkurrens och kompetenskrav. Löneglidningen har i genomsnitt varit ca 1,5 procent för perioden 1991–1997. Under prognosperioden 1998–2000 kan den dock komma att bli lägre av flera skäl.³⁹ För det första kan industriavtalets institutionella ramar med inslag av både central och lokal lönebildning bidra till återhållsamhet. För det andra finns det inte längre något behov av att under avtalets löptid kompensera löntagare för *oväntat* hög inflation. Tvärtom har inflationen hittills blivit lägre än väntat samtidigt som inflationsförväntningarna under resten av avtalsperioden har sjunkit sedan avtalen slöts. Till sist kan företagets vinster komma att påverkas av en sämre konjunkturutveckling och därmed skapas mindre utrymme för löneglidning.

Uppsägning

En annan konsekvens av en försämrad konjunktur-utveckling kan bli att arbetsgiversidan kan komma att utnyttja den rättighet både arbetsgivar- och arbetstagsidan har att säga upp avtalen i förväg. De avtal som kan sägas upp är i regel treåriga med ordinarie förfallodag våren 2001 och med förtida uppsägning för-

33 En analys av 1998 års avtalsrörelse finns i Eurén, Christina (1998), ”Sammanställning av resultatet av 1998 års avtalsrörelse”, bilaga till Utredningen om ett förstärkt förlikningsmannainstitut.

34 Sammanställningen täcker ca 60 procent av de sysselsatta. De avtal som inte finns med i sammanställningen omfattar i regel få personer.

35 Källor: Prospera Research AB och SCB.

36 Källa: Prospera Research AB.

37 Se Calmfors, Lars och John Driffill (1988), ”Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance”, *Economic Policy* 6: sid. 13–61.

38 Industriavtalet diskuteras bl.a. av de opartiska ordförandena i Albåge, Lars-Gunnar och Rune Larsson (1998), ”Industriavtalet i 1998 års förhandlingar”, rapport till Industrikommittén.

39 Löntagare inom bristyrken kommer förmodligen fortfarande att ha hög löneglidning.

fallodag ca ett år tidigare. Bland de uppsägningsbara återfinns verkstadsavtalet, handelsavtalet och avtal för vissa tjänstemän inom offentlig sektor.⁴⁰ Totalt omfattar de uppsägningsbara avtalen minst 980 000 personer.⁴¹ För flera av dessa avtal måste uppsägning meddelas senast i september 1999 och för vissa ännu tidigare. Verkstadsavtalet som berör ca 280 000 personer ligger bland de första och förtida uppsägning av detta avtal måste meddelas senast den 31 maj 1999. En uppsägning kan utgöra en viktig signal om löneutfallen framöver.

Vilka faktorer talar då för en uppsägning av avtalen? För det första kan företagens lönsamhet bli sämre än väntat beroende på en sämre konjunkturutveckling, bl.a. i kölvattnet av Asienkrisen. Avtalen slöts under våren mot bakgrund av en förväntad inhemsk konjunkturuppgång som nu kan visa sig bli svagare än väntad. Det är möjligt att företagen skulle behöva minska lönerna inom vissa sektorer för att kompensera för försämrade lönsamhet. Eftersom detta inte är möjligt är uppsägning ett alternativ för arbetsgivarna. För det andra kommer inflationsutvecklingen sannolikt att bli mer dämpad och lägre än vad som förväntades när avtalen slöts. Det innebär att de reala lönekostnaderna utvecklas snabbare än väntat, vilket också kan ge arbetsgivarna motiv för en uppsägning. Till sist kan det inte uteslutas att löneökningarna inklusive löneglidning kan komma att skilja sig åt mellan olika yrkesgrupper på ett sådant sätt att vissa fackförbund vill utnyttja rättigheten till förtida uppsägning.

Vad talar då mot en uppsägning av avtalen? Den nya institutionella samarbetsformen i form av industri-

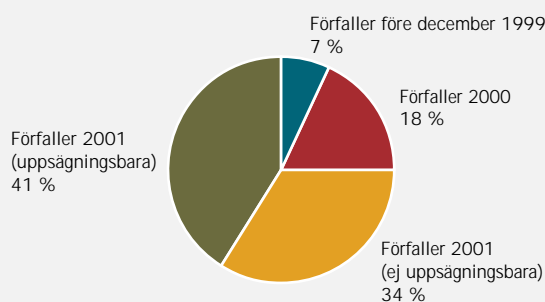
avtalet kan ha bidragit till att avtalen slöts förhållandevis snabbt. En uppsägning av avtalen riskerar därmed att minska eventuella "goodwilleffekter" av avtalsrörelsen. Dessutom är en ny avtalsrunda förknippad med kostnader för alla parter och innebär en tidigareläggning av tidskrävande förhandlingar med ovisst utgång.

Det är svårt att uppskatta vilka faktorer som väger tyngst. Arbetsmarknadens parter har anledning att använda möjligheten till uppsägning som en del av det taktiska förhandlingsspelet. Arbetsgivarsidan har motiv att överdriva risken för uppsägning för att därmed kunna hålla tillbaka löneglidningen. På motsvarande sätt har fackföreningarna skäl att hävda det motsatta för att kunna tillgodogöra sig löneglidning. Konjunkturutvecklingen och inflationsförväntningarna under 1999 kommer förmodligen att ha avgörande betydelse för hur parterna på arbetsmarknaden prissätter värdet av att säga upp de gällande avtalen. Om inga avtal sägs upp i förtid förfaller avtal för mer än 420 000 löntagare 2000 och för mer än 1,8 miljoner under våren 2001. Extremfallet där alla uppsägningsbara avtal sägs upp medför att avtal för mer än 1,4 miljoner löntagare förfaller 2000 och för mer än 840 000 löntagare 2001. Utgångspunkten för inflationsbedömningen i huvudscenariot är att inga avtal sägs upp i förtid.

40 Bl.a. förbund inom Offentliganställdas Förhandlingsråd (OFR) som Statstjänstemannaförbundet, Polisen, Officersförbundet och SACO-S.

41 Bland de avtal som förfaller 2001 och inte är uppsägningsbara återfinns avtalen för Kommunal, SKTF och Hotell & Restaurang.

Diagram R6.
Fördelning mellan avtal för 2,5 miljoner löntagare.
Procent



Källor: Eurén, Christina (1998), "Sammanställning av resultatet av 1998 års avtalsrörelse", bilaga till Utredningen om ett förstärkt förlikningsmannainstitut samt olika avtal.

KAPACITETSUTNYTTJANDET

Det faktiska kapacitetsutnyttjandet i industrin uppgick, enligt SCB, till 90,1 procent under andra kvartalet 1998.⁴² Barometerdata tyder på att resursutnyttjandet i industrin har minskat något under tredje kvartalet. Kapacitetsutnyttjandet enligt Konjunkturinstitutets mätning i industribarometern minskade från 86 procent i juni till 85 procent i september. Orderstocksomdömet har också förskjutits i negativ riktning och leveranstiderna har minskat enligt Konjunkturbarometern.

Trots att industriinvesteringarna bedöms minska något 1999 för att sedan ligga på oförändrad nivå 2000 kan utnyttjandet av maskiner och anläggningar komma att avta under prognosperioden. Detta beror på att industriinvesteringarna i utgångsläget ligger på så hög nivå att kapitalstocken bedöms öka snabbare än produktionen under såväl 1999 som 2000.

En viss överkapacitet i svensk ekonomi antas komma att bestå även i slutet av prognosperioden.

Tillgången på arbetskraft tycks generellt inte vara något stort problem för industriföretagen och situationen tycks inte ha ändrats nämnvärt från juni till september. En knapp tredjedel av industriföretagen uppger att de har brist på tekniska tjänstemän och 13 procent av företagen upplever brist på yrkesarbetare. Inom byggnadsindustrin minskade andelen företag som uppger att de har brist på arbetskraft något, till 14 procent i september, efter en betydande uppgång mellan mars- och juniundersökningarna. Inte heller inom tjänstesektorn förefaller det finnas någon generell brist på arbetskraft. Den mest uttalade bristen på arbetskraft finns fortfarande i branschen datakonsulter och dataservice. Bristtalet är där oförändrat från föregående kvartalsundersökning. Inom uppdragsverksamheten är bristen på personal med branschspecifik kompetens fortfarande mycket stor, även om andelen företag som uppger brist på sådan personal minskade något i septemberbarometern.

Enligt de ekonometriska ansatser som används uppskattas produktionsgapet till mellan 0,4 och -2,0

procent andra kvartalet, vilket är oförändrat sedan föregående inflationsrapport (se diagram 35 i bilagan).⁴³

Sammantaget tyder tillgänglig information på att det finns en viss överkapacitet i ekonomin som helhet. Mot bakgrund av att efterfrågesiktterna har dämpats något bedöms denna komma att kvarstå även på två års sikt. Med andra ord bedöms produktiviteten, investeringarna och tillgången på arbetskraft utvecklas på ett sådant sätt i förhållande till efterfrågan att generella kapacitetsproblem inte uppstår i ekonomin.

Temporära effekter

Sedan föregående rapport har det tillkommit vissa förändringar av indirekta skatter och subventioner som ger upphov till temporära effekter på inflationen mätt med KPI. Vid det kommande årsskiftet införs en ny tandvårdsreform som beräknas belasta statsbudgeten med 500 miljoner kronor. Vid ett fullständigt genomslag i konsumentledet, motsvarar detta en sänkning av inflationen med ca 0,05 procentenheter. Därtill föreslår regeringen att fastighetsskatten för flerfamiljshus temporärt sänks under 1999, från 1,5 till 1,3 procent av taxeringsvärdet. Detta motsvarar en minskning av förändringen i KPI med 0,1 procentenheter under 1999 och en lika stor ökning under 2000.⁴⁴ I föregående inflationsrapport var utgångspunkten att taxeringsvärdena skulle indexeras 2000. Regeringen har emellertid föreslagit att taxeringsvärdena fryses på 1997 års nivå även för 2000 och att indexeringen av fastighetsskatten således inte införs. I förhållande till bedömningen i föregående rapport minskar detta inflationen, mätt med KPI, med knappt 0,5 procentenheter.

42 I en fördjupningsruta i föregående inflationsrapport ("Hur påverkas den svenska ekonomin av ökad internationell konkurrens?", Inflationsrapport 1998:3, sid. 24-26) diskuteras bland annat kopplingen mellan inflationstryck och kapacitetsutnyttjande.

43 Produktionsgapsmåtten har beräknats som fyra kvartals glidande medelvärden för att jämma ut den ryckiga utvecklingen mellan kvartalen.

44 Effekterna av förändringar i fastighetsskatten på flerfamiljshus klassas av SCB som en indirekt effekt. Indirekta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner påverkar de av SCB publicerade måtten på underliggande inflation.

Sammantaget bedöms de temporära effekterna – som i hög grad sammanhänger med ränteutvecklingen – hålla tillbaka inflationen, mätt med KPI, med 1,2 procentenheter 1998, med 0,5 procentenheter 1999 och med 0,3 procentenheter 2000.

Räntekostnaderna för egnahem har fallit med nästan 6 procent hittills i år. Till en del förklaras nedgången av de styrräntesänkningar som Riksbanken genomfört under de senaste åren. Dessa förändringar kommer också bidra till att hålla tillbaka hushållens räntekostnader den närmaste tiden framöver. Trots att långräntorna förväntas stiga något under prognosperioden fortsätter hushållens räntekostnader att falla och hålla tillbaka inflationen med ca 0,4 procentenheter under 1999 och med ca 0,2 procentenheter 2000. Orsaken till att räntekostnaderna faller trots att de långa räntorna antas stiga något är att de bundna lån som omsätts under prognosperioden kommer att sättas om till en lägre ränta än vad de för närvarande löper till.

Tabell 1.

Temporära effekter. Bidrag till förändringen i konsumentpriserna, december till december. Procentenheter

	1998	1999	2000
Ändrade indirekta skatter och subventioner, direkta effekter	-0,4	0,1	0,0
Tillfällig frysning av taxeringsvärden för bostäder	-0,2	-0,2	-0,1
Ändrade räntekostnader	-0,6	-0,4	-0,2
Summa temporära effekter	-1,2	-0,5	-0,3

Anm. Summan av delposterna kan avvika från de redovisade talen till följd av avrundningar. Denna tabell är inte fullt jämförbar med motsvarande tabell i föregående inflationsrapport. Detta sammanhänger med att tabellen ovan är anpassad till SCB:s klassificering av direkta och indirekta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner. Källa: Riksbanken.

Sammantaget bedöms förändringar i hushållens räntekostnader samt förändringar av indirekta skatter och subventioner hålla tillbaka inflationen, mätt med KPI, med 1,2 procentenheter under 1998, med 0,5 procentenheter 1999 och med 0,3 procentenheter 2000.

Inflationsförväntningar

FORTSATT STABILA INFLATIONS-
FÖRVÄNTNINGAR PÅ LÅNG SIKT

Beräkningar av de implicita terminsräntorna kan ge en uppfattning om den framtida utvecklingen av de korta räntorna. Förloppet på kort- och medellång sikt kan sägas bero på marknadens förväntningar om framtida penningpolitik och inflation. De långa terminsräntornas utveckling beror däremot främst på vad som sker med förtroendet för den samlade ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet.

Till följd av fortsatt låga inflationsförväntningar och räntesänkningarna i november har de medelfristiga terminsräntorna, med likvid om ett till två år, sjunkit med ca 0,6 procentenheter sedan föregående inflationsrapport (se diagram 37 i bilagan).

Förväntningar om inflationsutvecklingen på lite längre sikt speglas t.ex. i terminsräntorna med likvid om tio år. Dessa har sjunkit med ca 0,2 procentenheter sedan föregående inflationsrapport och den totala nedgången hittills under 1998 uppgår till ungefär 1,4 procentenheter (se diagram 37 i bilagan). De tyska långa terminsräntorna har sedan föregående inflationsrapport varit näst intill oförändrade.

Den långa terminsräntedifferensen mot Tyskland kan ge en bild av hur trovärdigheten för den svenska ekonomiska politikens inriktning mot prisstabilitet utvecklas. Differensen steg relativt kraftigt tidigare under hösten men har nu åter sjunkit tillbaka (se diagram 39 i bilagan).

Även de långsiktiga inflationsförväntningarna är förhållandevis låga.

Ytterligare ett sätt att mäta trovärdigheten för inflationsmålet är att studera de långsiktiga inflationsförväntningarna härledda ur skillnaden mellan lång-

siktiga nominella och reala terminsräntor (5–15 år).⁴⁵ Denna differens uppgår för närvarande till ca 1,7 procent (se diagram 40 i bilagan).⁴⁶ Det tyder på att de långsiktiga inflationsförväntningarna, mätt på detta sätt, är förhållandevis låga.

ENKÄTERNA INDIKERAR LÅG INFLATION

Hushållens inflationsförväntningar de närmaste tolv månaderna har stigit något sedan föregående inflationsrapport. Mellan januari och september i år har dessa förväntningar legat stabilt kring 1,1 till 1,2 procent. Värdet för oktober var 1,4 procent (se diagram 41 i bilagan).

Inflationsförväntningarna för den kommande tolv månadersperioden inom både industrin och tjänstesektorn uppgick under tredje kvartalet till 1,0 procent, vilket var 0,1 procentenheter lägre än ett kvartal tidigare.

Aragon mäter fyra gånger per år inflationsförväntningarna hos de största svenska och utländska aktörerna på den svenska obligationsmarknaden. De undersökningar som genomförts i år visar på en betydande nedgång i inflationsförväntningarna för de närmaste två åren, från 1,9 procent under första kvartalet till 1,2 procent under fjärde kvartalet. På fem års sikt har förväntningarna också reviderats ned under året, från 2,2 procent under första kvartalet till 1,8 procent under fjärde kvartalet. Förväntningarna på tre till fem års sikt⁴⁷ har dock efter en viss nedgång i början av 1998 varit i stort sett oförändrade under de senaste kvartalen och uppgick fjärde kvartalet till ca 2,2 procent (se diagram 42 i bilagan).

Inflationsförväntningarna, såsom de kommer till uttryck i finansiella priser och enkäter, indikerar mycket låg inflation på kort sikt och inflation i linje med Riksbankens inflationsmål på längre sikt.

SCB mäter på uppdrag av Riksbanken inflationsförväntningarna på ett, två och fem års sikt hos arbetsmarknadens parter, inköpschefer och penningmarknadens aktörer. Under fjärde kvartalet i år reviderade samtliga aktörer ned sina förväntningar på ett års sikt. Förändringarna i förväntningarna på längre sikt var i allmänhet små eller inga alls. De

enda entydiga skillnaderna i svaren från tredje kvartalet återfanns bland aktörerna på penningmarknaden som höjt förväntningarna något och bland inköpscheferna i industrin som sänkt inflationsutsikterna något. Sammantaget visar undersökningen att den väntade inflationen på kort sikt ligger under Riksbankens mål, på längre sikt ligger inflationsförväntningarna i linje med målet (se diagram 43 och tabell 3 i bilagan).

Sammantaget indikerar inflationsförväntningarna, såsom de kommer till uttryck i finansiella priser och enkäter, mycket låg inflation på kort sikt och inflation i linje med Riksbankens inflationsmål på längre sikt.

Inflationsprognosen i huvudscenariot

Inflationsbedömningen baseras på antagandet att reporäntan hålls oförändrad under prognosperioden. De monetära förhållandena har efter den senaste tidens försvagning av den reala växelkursen och Riksbankens räntesänkningar blivit mer expansiva. Kronan antas dock följa en apprecierande bana samtidigt som de långa räntorna väntas stiga något. Den sammantagna effekten av räntor och växelkurs bedöms därmed successivt bli mindre expansiv under prognosperioden.

En svagare utveckling i omvärlden bedöms dämpa den internationella inflationen.

Trots att en viss nedrevidering av den internationella konjunkturutvecklingen gjordes redan i föregående inflationsrapport finns det starka skäl att tro att utvecklingen blir ännu något svagare. Den *internationella inflationen* bedöms därför bli mer dämpad under prognosperioden. Importprisutvecklingen och

45 De nominella och reala terminsräntorna utgörs av de idag överenskomna tio-åriga nominal- och realräntorna, om fem år.

46 De långsiktiga inflationsförväntningarna beräknade på detta sätt skiljer sig från tidigare beräkningar beroende på en annorlunda beräkningsmetod för de nominella terminsräntorna.

47 Dessa förväntningar har beräknats implicit av Riksbanken.

genomslaget i konsumentpriserna i Sverige framstår som fortsatt måttliga. Kronförsvagningen innebär dock att effekten på konsumentpriserna kan komma att bli något större under främst 1999 jämfört med bedömningen i september.

Bedömningen av *aktivitetsnivån* i den svenska ekonomin har reviderats ned något. Nedgången har emellertid till en del motverkats av Riksbankens räntesänkningar som på så sätt förhindrat en mer uttalad avmattning av konjunkturen. I huvudscenariot förväntas tillväxten uppgå till mellan 2,5 och 3 procent 1998 samt mellan 2 och 2,5 procent 1999 och kring 2,5 procent 2000. Produktionstillväxten under de kommande åren överskrider knappt den takt med vilken den potentiella produktionen bedöms kunna öka. Det innebär i sin tur att den överkapacitet som finns i nuläget till viss del bedöms bestå under prognosperioden. Därmed bör den aggregerade efterfrågan kunna realiseras utan att det inhemska inflationstrycket stiger påtagligt.

Den inhemska aktivitetsnivån bedöms bli något svagare än vad som tidigare antagits. En viss överkapacitet väntas därmed finnas kvar i den svenska ekonomin även i slutet av prognosperioden.

Sedan föregående rapport har vissa förändringar av indirekta skatter och subventioner tillkommit som ger upphov till *temporära effekter* på KPI. Den i budgetpropositionen aviserade frysningen av fastighets-skatten för 2000 medför en nedrevidering av KPI-prognosen med knappt 0,5 procentenheter. Sammantaget bedöms förändringar i hushållens räntekostnader samt förändringar av indirekta skatter och subventioner hålla tillbaka ökningen i KPI med 1,2 procentenheter under 1998, med 0,5 procentenheter 1999 och 0,3 procentenheter 2000.

Den samlade bilden av *inflationförväntningarna* visar att inflationen bedöms underskrida inflationsmålet på kort sikt. På längre sikt ligger de i linje med inflationsmålet.

Inflationförväntningarna är på kort sikt fortsatt mycket låga. På längre sikt är förväntningarna i linje med inflationsmålet.

Riksbankens samlade bedömning är att den underliggande inflationen, mätt som UND1X, i huvudscenariot, vid oförändrad reporänta kommer att uppgå till 0,9 procent i december 1998, 1,7 procent i december 1999 och 1,8 procent i december 2000. Detta innebär en nedrevidering av prognosen trots att utgångsläget nu är en lägre reporänta och en svagare växelkurs än i september. I första hand förklaras nedrevideringen av en svagare internationell utveckling och de återverkningar detta väntas få på svensk ekonomi.

Inflationen bedöms underskrida målet på ett till två års sikt. Detta trots att utgångsläget nu är en lägre reporänta och en svagare växelkurs än i september.

Inflationen, mätt som tolv månaderstalet i KPI, väntas vid oförändrad reporänta uppgå till -0,3 procent i december 1998, 1,2 procent i december 1999 och 1,4 procent i december 2000. Årsgenomsnittet beräknas uppgå till 0,4 procent 1998, 0,6 procent 1999 och 1,2 procent 2000. Nedjusteringen av KPI är större än för UND1X, främst beroende på ändrade temporära effekter.

Sammantaget bedöms inflationen i huvudscenariot, mätt som den årliga förändringen i såväl KPI som UND1X, bli lägre än vad som bedömdes i föregående inflationsrapport och underskrida Riksbankens mål på ett till två års sikt.

Osäkerheten i inflationsbedömningen

Inflationsbedömningen i huvudscenariot är den prognos som Riksbanken anser vara mest sannolik. Den konjunktur- och inflationsprognos som redovisas är av olika orsaker förenad med osäkerhet. Det är därför viktigt att penningpolitiken också beaktar alternativa utvecklingsvägar för inflationen. Dessa alternativa utvecklingsvägar liksom den allmänna osäkerhet som inflationsbedömningar alltid är förenade med, kan åskådliggöras med osäkerhetsintervall kring inflationsprognosen i huvudscenariot.⁴⁸

Osäkerhetsintervallen och inflationsprognosen i

huvudscenariot är uppskattade under antagandet om oförändrad penningpolitik under den kommande tvåårsperioden. Intervallen illustrerar med andra ord osäkerheten i den prognos över inflationen som penningpolitiken baseras på.⁴⁹ Osäkerheten i den framtida inflationsutvecklingen är emellertid mindre än vad intervallen ger sken av eftersom penningpolitiken löpande avvägs för att föra inflationen i linje med målet.

I septemberrapporten lyftes tre osäkerhetsfaktorer fram i den dåvarande riskbilden. För det första bedömdes det finnas en risk att spridningseffekterna från Asienkrisen skulle bli mer omfattande än i huvudscenariot. För det andra fanns en osäkerhet om hur väl den svenska ekonomin från inflations-synpunkt skulle hantera hög tillväxt under flera år. Slutligen ansågs det finnas en risk att kronan skulle förbli på en svag nivå istället för att appreciera under prognosperioden. Till bilden i slutet av september hörde också en kraftig finansiell turbulens. Sammantaget bedömdes situationen vara osedvanligt svårbedömd, vilket i sig angavs som ett argument för att inte ändra reporäntan.

I den faktiska utvecklingen sedan föregående inflationsrapport har det funnits inslag av både scenariot med svagare internationell utveckling och scenariot med en svag krona. Den sämre internationella utvecklingen har bidragit till en mer pessimistisk bedömning av den svenska konjunkturen i huvudscenariot. Också en något svagare kronkurs ingår som en del i bedömningen.

Det finns en nedåtrisk för inflationsutvecklingen från en sämre internationell konjunktur än vad som förutsätts i huvudscenariot.

Trots att huvudscenariot nu alltså utgår från en mer markerad internationell konjunkturavmattning, framför allt under 1999, går det inte att utesluta ett scenario där den internationella och därmed också den svenska utvecklingen blir ännu svagare under prognosperioden. Den minskade riskbenägenheten hos internationella placerare kan bidra till ytterligare kapitalflykt från länder som inte lyckas skapa förtroende för en stabilitetsinriktad ekonomisk politik.

Ett inslag i ett sådant riskscenario kan vara att länderna i Latinamerika drabbas av en mer omfattande ekonomisk kris. En djupare kris med globala konsekvenser kan också utlösas om myndigheterna i Japan misslyckas med att häva den djupa nedgången i landet. Den fasta växelkurspolitiken i Kina och Hongkong kan då också utsättas för stora påfrestningar. En konsekvens av ett förlopp av detta slag skulle kunna vara att den under 1999 förväntade återhämtningen i flera tillväxtländer skjuts upp. I ett sådant riskscenario skulle företagen i USA och i Europa kunna drabbas av minskad nettoexport och försämrade vinster samtidigt som konsumenternas framtidsförväntningar skulle bli mer negativa. Samtidigt går det inte att helt utesluta att utvecklingen i varje fall under 2000 skulle kunna bli starkare än i huvudscenariot. De penningpolitiska lättnader som genomförts i många länder kan visa sig få ett kraftigare genomslag på tillväxten än beräknat. Sammantaget finns det ändå en nedåtrisk i den internationella bedömningen.

Kronkursen har under hösten varit mycket volatil. Kronförsvagningen sedan föregående inflationsrapport förefaller i stor utsträckning ha styrts av marknadsrelaterade faktorer främst drivna av den internationella utvecklingen. En viss effekt kan också den lägre korträntedifferensen mot D-marken ha haft. I huvudscenariot är utgångspunkten att de marknadsrelaterade faktorerna gör sig märkbara ännu en tid och att kronan därefter apprecierar relativt snabbt.

48 Metoden beskrevs i Inflationsrapport 1998:2. Beräkningen sker med utgångspunkt från en bedömning av osäkerheten i de för inflationen viktigaste variablerna och den precision Riksbanken anser sig ha i sin inflationsbedömning. Uppskattningarna är till viss del subjektiva men baseras på en skattning av historiska samband. En utförligare beskrivning finns i: Blix, Mårten och Peter Sellin (1998), "Uncertainty Bands for Inflation Forecasts", Working Paper No. 65, *Sveriges Riksbank*.

49 Bredden på osäkerhetsintervallen ovanför prognosen i huvudscenariot jämfört med bredden på intervallen nedanför illustrerar var tyngdpunkten på osäkerheten bedöms vara. Mer konkret innebär detta att om intervallen ovanför inflationsprognosen är bredare (smalare) än nedan så bedöms risken vara större (mindre) att inflationen kommer att överstiga prognosen än att den kommer att understiga den. Detta innebär att det mest sannolika utfallet, typvärdesprognosen i huvudscenariot, understiger (överstiger) genomsnittet. Annorlunda uttryckt, asymmetrier i osäkerhetsbilden förskjuter det genomsnittliga utfallet från det mest sannolika värdet. Om det inte bedöms finnas någon asymmetrisk risk så kommer intervallen ovan respektive nedan prognosen i huvudscenariot att vara lika stora.

Kronan kan utvecklas starkare än i huvudscenariot. För detta talar framför allt att kronan är markant undervärderad i termer av traditionella konkurrenskraftsmått. Svensk ekonomi har också goda förutsättningar att klara sig relativt väl genom den försvagade världskonjunktur som nu framtonar med låg inflation och överskott i de offentliga finanserna. Men det går inte heller att utesluta att kronan blir svagare än vad som förutsätts i huvudscenariot t.ex. till följd av att den finansiella oron dröjer sig kvar. En fortsatt stark global finansiell oro skulle dock sannolikt innebära att den internationella konjunkturen och inflationen blev mer dämpade än annars, vilket skulle kunna motverka effekten av en svagare krona.

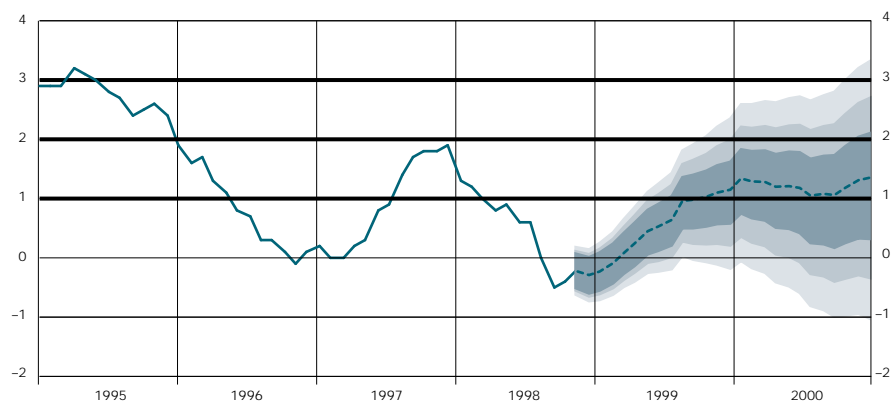
Kronkursens betydelse för inflationsutsikterna via importpriserna kan åskådliggöras med ett exempel. Om kronkursen exempelvis skulle bli 3 procent svagare i genomsnitt under prognosperioden jämfört med huvudscenariot skulle detta innebära att inflationen uppskattningsvis ökade med 0,1–0,2 procentenheter per år. Ungefär motsvarande reduktion i inflationsutsikterna följer med 3 procents starkare växelkurs. Med hänsyn till den svagare växelkursbana som nu bildar utgångspunkt för huvudscenariot

bedöms riskerna för att en svagare respektive starkare krona ändrar inflationsutsikterna vara ungefär lika stora.

Sammantaget finns det en nedåtrisk i inflationsbedömningen som beror på risken för en kraftigare och mer långvarig internationell konjunkturedgång. Detta går att utläsa ur diagram 9, som visar Riksbankens bedömning av osäkerheten runt inflationsprognosen i huvudscenariot. Denna bedömning skiljer sig därmed från septemberrapporten i den meningen att riskerna där bedömdes vara symmetriska. Osäkerhetsintervallen är inte heller lika breda som i septemberrapporten, vilket beror på att osäkerheten i inflationsprognosen nu bedöms vara något mindre. I september bedömdes situationen vara osedvanligt svårbedömd inte minst som en konsekvens av den rådande turbulensen på de finansiella marknaderna.

Den underliggande inflationen mätt som den årliga förändringen i UND1X uppvisar också en viss nedåtrisk mot slutet av prognosperioden (se diagram 10). Osäkerhetsbilden för UND1X överensstämmer därmed i stort med den för KPI vilket beror på att osäkerheten i huvudsak kommer från bedömningar

Diagram 9.
KPI med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket inflationen med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 resp 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

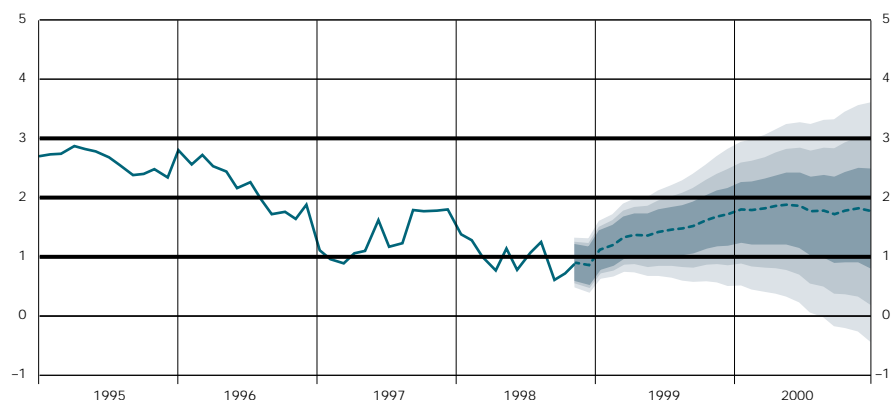
av det framtida utbuds- och efterfrågeläget i utlandet och i Sverige och dess effekter på den svenska prisutvecklingen. Bredden på osäkerhetsintervallen är däremot något mindre än för KPI-inflationen eftersom UND1X exkluderar temporära effekter som bidrar till ökad osäkerhet i KPI-prognosen.

Penningpolitiken avvägs främst med utgångspunkt i en bedömning av prisutvecklingen ett till två år framåt i tiden. I huvudscenariot väntas inflationen, mätt som tolv månaderstal i KPI, uppgå till 1,2 procent i december 1999 och 1,4 procent i december 2000. Nedåtrisken innebär att väntevärdet (eller medelvärdet) för inflationsbedömningen ett och två år framåt är 0,1 respektive knappt 0,2 procentenheter lägre än prognosen i huvudscenariot. Sannolikheten att inflationen blir lägre än 1,2 procent i

december 1999 bedöms vara 52 procent; sannolikheten att inflationen blir lägre än 1,4 procent i december 2000 bedöms vara 54 procent.

Tabell 2 (sid. 44) visar med vilken sannolikhet inflationen bedöms hamna inom olika intervall ett och två år framåt. Den samlade bedömningen är att sannolikheten för att inflationen, mätt som KPI, ska hamna över 2 procent mot slutet av 1999 är liten. Däremot är risken att inflationen ska understiga den nedre gränsen för toleransintervallen det kommande året stor. Jämfört med septemberrapporten är sannolikheterna mer ojämnt fördelade mellan de olika intervallen och det bedöms vara troligt att inflationen hamnar under inflationsmålet på både ett och två års sikt under antagandet om oförändrad repo-ränta.

Diagram 10.
UND1X med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.

Källor: SCB och Riksbanken.

**Tabell 2.**

KPI-inflation.

Sannolikhet i procent för
olika utfall.

Tolvmånaderstal

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
1999 (dec-dec)	42	45	12	1	100
2000 (dec-dec)	41	30	20	9	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.

Slutsatser för penningpolitiken

I detta kapitel diskuteras inflationsutsikterna och de slutsatser som kan dras av detta för penningpolitikens utformning

INFLATIONSBEDÖMNINGEN

I SEPTEMBER

I den föregående inflationsrapporten som publicerades den 28 september bedömde Riksbanken att inflationen skulle komma att understiga inflationsmålet något på den tidshorizont – ett till två år – som är mest betydelsefull för penningpolitiken. Vid slutet av tvåårsperioden ansågs dock inflationen komma att uppgå till ungefär 2 procent och alltså vara relativt väl i linje med målet. Som situationen framstod var det framför allt två – mot varandra balanserade – faktorer som Riksbanken ansåg skulle bli avgörande för inflationsutsikterna och penningpolitikens fortsatta uppläggning. Å ena sidan kunde den internationella konjunkturen utvecklas svagare än vad som förutsattes i huvudscenariot, vilket skulle leda till lägre inflation. Å andra sidan hade osäkerheten kring kronkursen förstärkts under sommaren och en mer varaktigt svag krona, som inte återspeglade en svagare realekonomisk utveckling, skulle kunna medföra ett ökat inflationstryck. Till bilden hörde också att den finansiella oron i världen gjorde att situationen var osedvanligt svårbedömd och att en viss osäkerhet om den politiska utvecklingen i Sverige hade prissatts i samband med riksdagsvalet framför allt på valutamarknaden. Mot bakgrund av de svårbedömda inflationsutsikterna avstod Riksbanken från att ändra reporäntan i samband med publiceringen av septemberrapporten. Utgångspunkten var att pen-

ningpolitikens fortsatta uppläggning skulle styras av inkommande information och att en eventuell ränteförändring kunde vara aktuell först då inflationsutsikterna klarnade.

Mot bakgrund av de svårbedömda inflationsutsikterna avstod Riksbanken från att ändra reporäntan i samband med publiceringen av septemberrapporten.

RIKSBANKENS VALUTAINTERVENTIONER

Den internationella turbulensen på de finansiella marknaderna tilltog i början av oktober. Kollapsen av den amerikanska s.k. hedgefonden Long Term Capital Management den 23 september förstärkte oron i det globala finanssystemet. Osäkerheten om hedgefondernas positioner och de effekter som kunde uppkomma vid en avveckling av dessa var stor. Denna osäkerhet i kombination med den tidigare betalningsinställelsen i Ryssland ledde också till en ökad fokusering på kredit- och likviditetsrisker, vilket avspeglade sig som vidgade ränteskillnader på en rad olika marknader i det globala finansiella systemet. Det fanns också indikationer om fallande kredit- och emitteringsvolymerna på marknader för aktörer med lägre kreditvärdighet.

Den finansiella turbulensen bidrog till att kronan deprecierade snabbt och nådde sin svagaste nivå på tre år. Kronkursen rörde sig därmed alltså markant i en annan riktning än vad som hade antagits i

Riksbankens huvudscenario. Den snabba och kraftiga försvagningen av kronan föreföll omotiverad med hänsyn till de ekonomiska grundförutsättningarna med god tillväxt, låg inflation och växande överskott i de offentliga finanserna. För att understryka denna uppfattning intervenerade Riksbanken på valutamarknaden den 7 oktober och köpte kronor mot utländsk valuta.

Det kan finnas skäl att påminna om att Riksbanken inte har något mål för växelkursens nivå. Det primära för penningpolitikens uppläggning är hur inflationsutsikterna förhåller sig till målet och växelkursen är bara en av många faktorer som är av betydelse för Riksbankens inflationsbedömning. Samtidigt är dock växelkursen viktig för den realekonomiska utvecklingen. En volatil växelkurs som kännetecknas av tvära kast kan störa resursfördelningen i ekonomin. I den utsträckning som inflationsmålet inte hotas kan det därför finnas skäl för Riksbanken att försöka motverka kortsiktig instabilitet på valutamarknaden.

RÄNTESÄNKNINGARNA I NOVEMBER

Riksbankschefen beslutade efter avstämning med fullmäktige att sänka reporäntan från 4,10 till 3,85 procent den 3 november. Den information som inkommit sedan septemberrapporten pekade mot att inflationen skulle underskrida Riksbankens inflationsmål på 2 procent också på två års sikt. Den globala finansiella krisen bedömdes få större reala konsekvenser än tidigare väntat. Till denna bedömning bidrog bl.a. de tidigare omnämnda effekterna på de finansiella marknaderna av betalningsinställelsen i Ryssland i augusti och kollapsen för hedgefonden Long Term Capital Management. Statistik publicerad under hösten och nya bedömningar gjorda bl.a. av IMF och OECD talade också för att ytterligare nedjusteringar av tillväxt- och inflationsprognoserna i OECD-området var motiverade. De effekter detta i sin tur skulle kunna få på svensk tillväxt och inflation bedömdes motverka den stimulerande effekten av kronförsvagningen. Till bilden hörde också att den värsta oron hade lagt sig på de finansiella marknaderna. Bidragande orsaker till detta var de

lätnader i penningpolitiken som vidtagits i flera länder, återhämtningen på världens börser och för Sveriges del att en statsbudget med fortsatt i huvudsak stram inriktning hade fått stöd av den nya riksdagsmajoriteten.

Sänkningen av reporäntan följdes den 12 november av en nedjustering av in- och utlåningsräntorna i den s.k. räntekorridoren. Både in- och utlåningsräntan sänktes med 0,5 procentenheter till 3,25 respektive 4,75 procent. Räntekorridoren utgör det spann inom vilket reporäntan kan sättas. En förändring av räntekorridoren kan därmed ses som en signal om Riksbankens intentioner med reporäntan.

När räntekorridoren sänktes hade Riksbankens inflationsbedömning tagit fastare former. Den samlade bedömningen gav vid handen att inflationen väntades underskrida inflationsmålet med viss marginal på den tidshorisont – ett till två år – som är mest betydelsefull för penningpolitikens utformning. Reporäntan sänktes därför med 0,25 procentenheter till 3,60 procent den 25 november.

INFLATIONSUTSIKTERNA

De internationella konjunkturutsikterna har dämpats sedan föregående rapport. Den finansiella krisen bidrar till att hålla tillbaka den ekonomiska aktiviteten i OECD-området genom svagare export och ett försämrat stämmningsläge. Konsumentförtroendet, exporten och orderingången till industrin har försämrats i flera stora länder, däribland USA. Det finns få positiva tecken i den japanska ekonomin och återhämtningen tycks bli mer utdragen än vad den allmänna föreställningen var bara för ett par månader sedan. I euroområdet bedöms utvecklingen bli förhållandevis gynnsam, men även i Europa finns indikationer om att den finansiella oron kommer att dämpa tillväxten. En motverkande faktor är dock de lätnader som vidtagits i penningpolitiken under hösten av många centralbanker, vilket bör bidra till en återhämtning under 2000. Sammantaget är det rimligt för Riksbanken att i likhet med andra bedömare nedjustera prognosen för tillväxt och inflation i OECD-området.

Kronkursen har försvagats något sedan före-

gående inflationsrapport. Försvagningen bedöms i huvudsak hänga samman med oron på de finansiella marknaderna. I huvudscenariot bedöms kronan, till följd av marknadsoron, inledningsvis ligga kvar på en ganska svag nivå för att därefter stärkas. Den svaga kronkursen bedöms få ett visst genomslag på inflationen via importpriserna, främst under 1999. Från penningpolitisk synvinkel har det dock framför allt visat sig vara effekten på inflationen via ökad efterfrågan och höjt resursutnyttjande som är intressant, snarare än de direkta effekter växelkursförsvagningar kan få på importpriserna. Riksbankens räntesänkningar och kronförsvagningen ger sammantaget en expansiv effekt på den totala efterfrågan i ekonomin. Denna effekt bedöms delvis motverka följdverkningarna av den mer dämpade internationella utvecklingen och på så sätt bidra till att förhindra en mer uttalad avmattning i den svenska konjunkturen.

Riksbankens räntesänkningar och kronförsvagningen bedöms delvis motverka effekterna av den mer dämpade internationella utvecklingen.

I huvudscenariot bedöms den internationella konjunkturavmattningen leda till något svagare exportutveckling och lägre investeringar i Sverige. Tillgångspriserna och hushållens förtroende har också påverkats negativt av den internationella utvecklingen, vilket bedöms dämpa konsumtionen något. Sammantaget framstår de svenska tillväxtutsikterna som något sämre än inför den föregående inflationsrapporten. BNP-tillväxten bedöms bli mellan 2,5 och 3 procent i år, mellan 2 och 2,5 procent 1999 och ca 2,5 procent 2000. Den lägre tillväxten innebär bl.a. också att löneglidningen dämpas något och att det torde finnas kvar lediga resurser i ekonomin även på två års sikt. Den underliggande inflationen, mätt med UNDI_X, bedöms därför underskrida 2 procent på ett till två års sikt. Detsamma gäller inflationen mätt med det internationellt harmoniserade konsumentprisindexet HIKP som väntas vara 1,7 procent fjärde kvartalet 1999 och 1,7 procent fjärde kvartalet 2000. De temporära effekterna dämpar inflationen

ytterligare. Inflationen, mätt med KPI, bedöms underskrida målet och uppgå till 1,2 procent i slutet av 1999 och 1,4 procent i slutet av 2000.

Den lägre tillväxten innebär att det torde finnas kvar lediga resurser i ekonomin även på två års sikt. Den underliggande inflationen bedöms därför underskrida inflationsmålet.

Riskbilden är också av betydelse för penningpolitikens utformning. Situationen är fortfarande svårbedömd, men den finansiella oron har mildrats. Sammantaget har därför osäkerheten i inflationsbedömningen minskat sedan föregående rapport. Kronkursen är dock fortfarande en osäkerhetsfaktor i bedömningen. En varaktigt svag krona skulle kunna utgöra ett problem om detta i sin tur inte återspeglar en svagare realekonomisk utveckling. De penningpolitiska lättnader som genomförts världen över bör bidra till att minska risken för en mer markerad internationell konjunkturedgång. Fortfarande kan det dock inte uteslutas att den internationella konjunkturavmattningen blir kraftigare än vad som är utgångspunkten i huvudscenariot. De svagare tillväxtutsikterna gör att den i septemberrapporten diskuterade osäkerheten om hur väl den svenska ekonomin från inflationssynpunkt klarar en lång period av hög tillväxt inte framstår som så aktuell. Sammantaget förefaller nedåtriskerna i inflationsbedömningen vara något större än uppåtriskerna. Detta avspeglas också i den sannolikhetsfördelning som redovisats i kapitel 2.

PENNINGPOLITIKENS UTFORMNING

Finanspolitiken är viktig för penningpolitikens utformning. De offentliga finanserna har förbättrats markant under senare år. Utgångspunkten för Riksbankens inflationsbedömning är att konsolideringen fullföljs i linje med intentionerna i regeringsförklaringen och att förtroendet för den samlade ekonomiska politiken bibehålls. En fortsatt statsfinansiell konsolidering är önskvärd av flera skäl, bl.a. bidrar den till att öka handlingsfriheten i den ekonomiska politiken. I en regim med rörlig växelkurs och infla-

tionsmål kan det finnas utrymme att stimulera den ekonomiska aktiviteten med penningpolitiska åtgärder när efterfrågan dämpas under förutsättningen att inflationen bedöms understiga målet. Så har också varit fallet under hösten.

Slutsatsen blir att det kan finnas ett litet utrymme för att justera penningpolitiken i en mer expansiv riktning.

Sammantaget bedöms den internationella konjunkturavmattningen medföra att den svenska tillväxten blir lägre och att inflationen något understiger målet på 2 procent på ett till två års sikt. Situationen framstår inte längre som fullt lika svårbedömd som inför den föregående inflationsrapporten. Mot denna bakgrund blir slutsatsen att det kan finnas ett litet utrymme för att justera penningpolitiken i en mer expansiv riktning.

INFLATION UNDER TOLERANSINTERVALLETS NEDRE GRÄNS

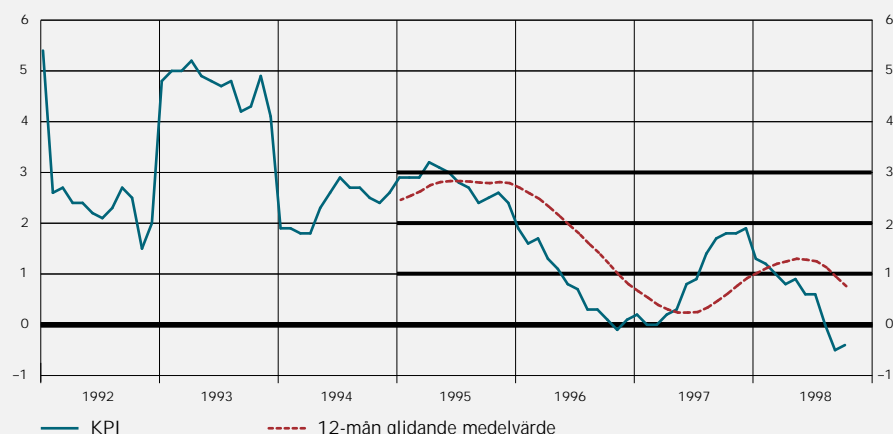
Det toleransintervall som omgärdar Riksbankens inflationsmål avspeglar att penningpolitiken varken kan eller bör försöka kontrollera inflationen helt på kort sikt. Inflationstal utanför detta toleransintervall kan heller inte uteslutas till följd av t.ex. överraskande råvaruprisfall eller skatteförändringar. Penningpolitiken och inflationsmålets uppfyllelse bör dessutom utvärderas i ett lite längre, årligt perspektiv och inte utifrån inflationstal för enskilda månader. Allt detta beror på att det tar tid för penningpolitiken att motverka en oväntad inflationsutveckling och att tillfälliga effekter därför bör ges en underordnad betydelse både i uppläggnen av

politiken och den senare utvärderingen.

Sedan inflationsmålet började gälla 1995 har konsumentpriserna ökat med 1,3 procent i genomsnitt per år. Det innebär att det genomsnittliga utfallet ligger under målet, men inom toleransintervallet. Den underliggande inflationen har under motsvarande period varit något högre: 1,8 procent mätt med UND1X och 2,3 procent med UNDINH. De temporära effekter som håller tillbaka konsumentprisutvecklingen har således under de dryga tre år som gått varit större i genomsnitt än de som höjer den.

I oktober 1998 var tolvmånaderstalet för KPI -0,4

Diagram R7.
Konsumentprisindex (KPI). Årlig procentuell förändring och tolv månaders glidande medelvärde av årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransnivå för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

procent medan dess årliga genomsnitt uppgick till 0,8 procent. Båda dessa mått underskred följaktligen den nedre toleransgränsen. Till stor del berodde detta på de sjunkande räntekostnaderna för egna hem, som höll tillbaka förändringen av KPI med 0,6 procentenhet i oktober. Effekterna av ändrade skatter och subventioner verkade i samma riktning och drog i sin tur ned förändringen av KPI med 0,6 procentenheter. Det största bidraget till detta kom från sänkningen av tobaksskatten i augusti. Utöver dessa störningar som bedöms

ha enbart temporära effekter på inflationen har också den trendmässiga inflationen, rensad för sådana störningar, utvecklats svagt under det senaste året. Den underliggande inflationen var 0,7 procent i oktober mätt med UND1X och 1,7 procent i termer av UNDINH. Den förhållandevis låga underliggande inflationen hänger samman med ett återhållsamt inhemskt inflationstryck samtidigt som den internationella prisutvecklingen har varit svag.

INFLATIONSBEDÖMNINGENS BETYDELSE FÖR PENNINGPOLITIKEN

Penningpolitiken avvägs med utgångspunkt från en bedömning av inflationen ett till två år framåt i tiden. I varje inflationsrapport flyttas tidsperspektivet ungefär ett kvartal framåt i tiden. Innebörden av detta är att även om Riksbankens syn på inflationsutvecklingen vore oförändrad kan det behöva dras andra penningpolitiska slutsatser som en följd av att fokus för bedömningen har flyttats framåt. Penningpolitiken kommer den närmaste tiden främst att baseras på en bedömning av konsumentprisutvecklingen från första kvartalet 2000 till och med fjärde kvartalet 2000.

Penningpolitiken brukar ibland beskrivas med hjälp av en enkel tumregel: Om inflationsprognosen i huvudscenariot – under antagande om oförändrad styrränta – talar för att inflationen kommer att avvika från målet på ett till två års sikt måste styrräntan ändras i motsvarande utsträckning. Den framtida inflationsutvecklingen är emellertid inte enkel att förutse. Riksbanken arbetar därför också med osäkerhetsbedömningar av den framtida inflationsutvecklingen.

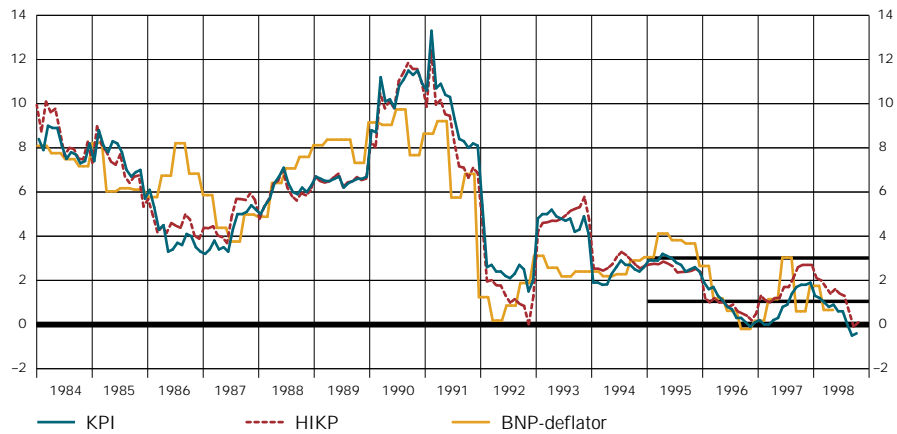
Den samlade bilden av inflationsutsikterna ges i

praktiken av en slags sannolikhetsbedömning. Förutom ett huvudscenario, som anses vara det mest sannolika, vägs ett antal riskscenarier in i den slutliga bedömning som ligger till grund för penningpolitiken. Osäkerheten runt huvudscenariot behöver inte alltid vara symmetrisk. Ibland dominerar uppåtriskerna, men vid andra tillfällen verkar det mer troligt att inflationen blir lägre än i huvudscenariot. Värderingen av riskbilden kompletterar således bedömningen i huvudscenariot och kan utgöra ett viktigt argument för att penningpolitiken stramas åt eller förs i en mer expansiv riktning. I det sammanhanget kan det vara värt att betona att också själva osäkerheten i inflationsbedömningen påverkar utformningen av penningpolitiken. En hög osäkerhet i inflationsbedömningen kan utgöra ett skäl för en mer försiktig utformning av politiken för att därmed undvika för stora kast i ränte- och förväntningsbildningen. Det bör också understrykas att Riksbanken beaktar olika mått på den underliggande inflationen för att ta hänsyn till den information dessa tillsammans ger om inflationsutvecklingen och om temporära effekter.

Bilaga

Diagram 1.

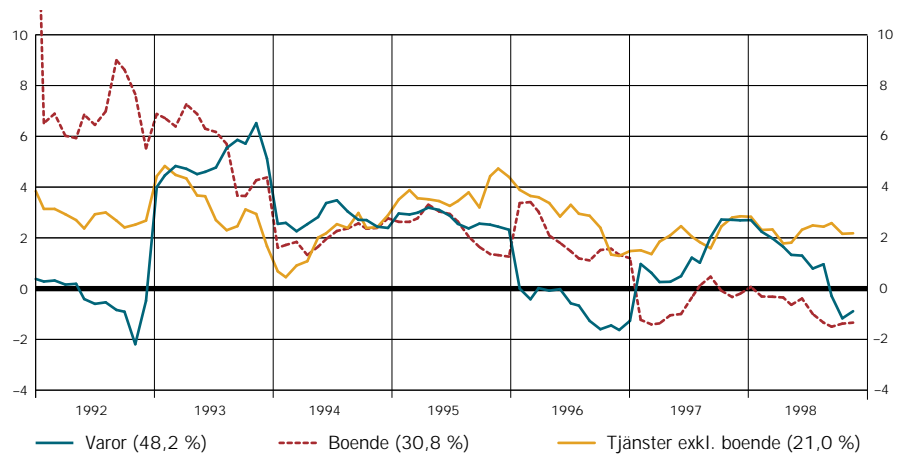
Konsumentprisindex (KPI),
HIKP* och BNP-deflator.
Årlig procentuell förändring



*Harmoniserat index för konsumentpriser. Data före 1996 är en approximativ beräkning.
Anm. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 2.

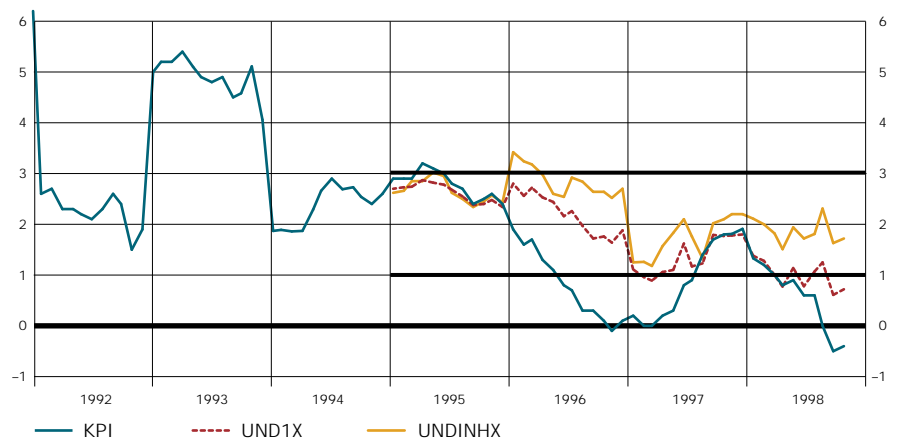
Konsumentprisindex för
olika produktområden.
Årlig procentuell förändring



Anm. Vikten i KPI för 1998 anges inom parentes.
Källa: SCB.

Diagram 3.

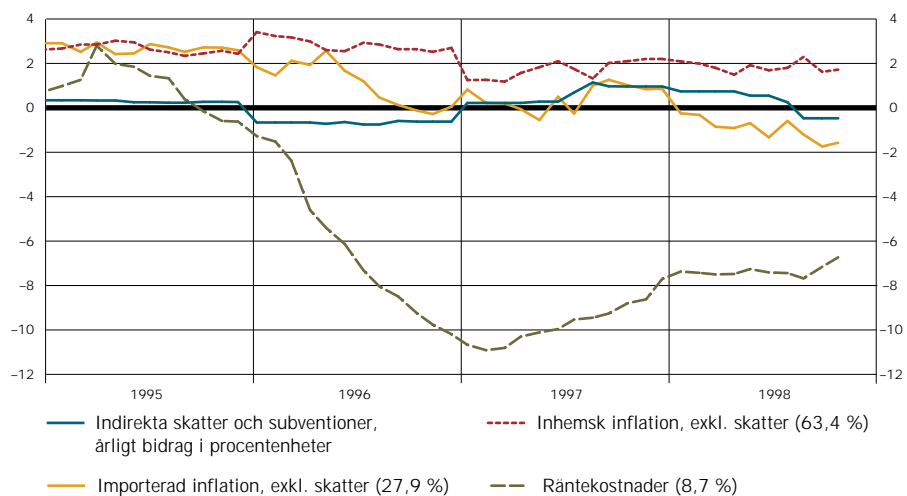
KPI och underliggande
inflation.
Årlig procentuell förändring



Anm. De horisontella linjerna från 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI.
Källa: SCB.

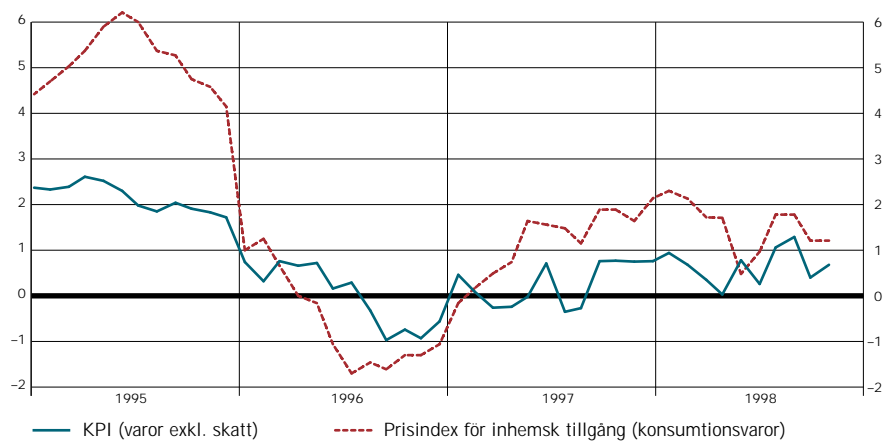


Diagram 4.
Konsumentprisutvecklingen
uppdelat på olika områden.
Årlig procentuell förändring



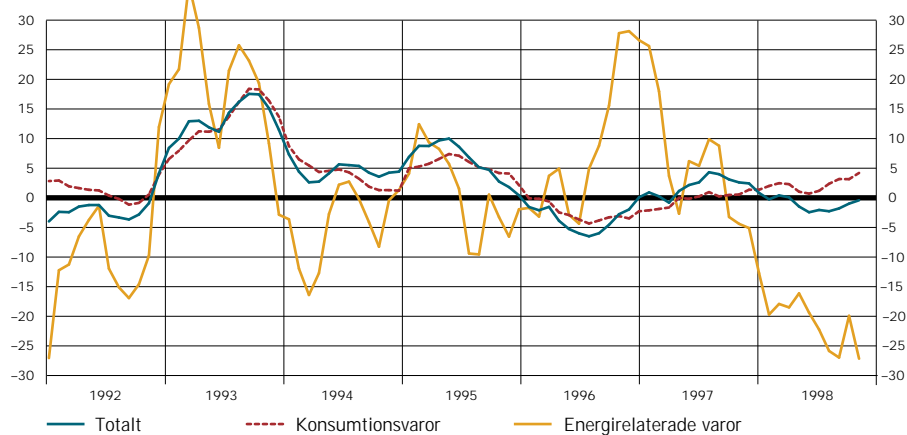
Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1998.
Källa: SCB.

Diagram 5.
Konsument- och producent-
prisutvecklingen på varor.
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram 6.
Importprisutvecklingen i
producentledet.
Årlig procentuell förändring

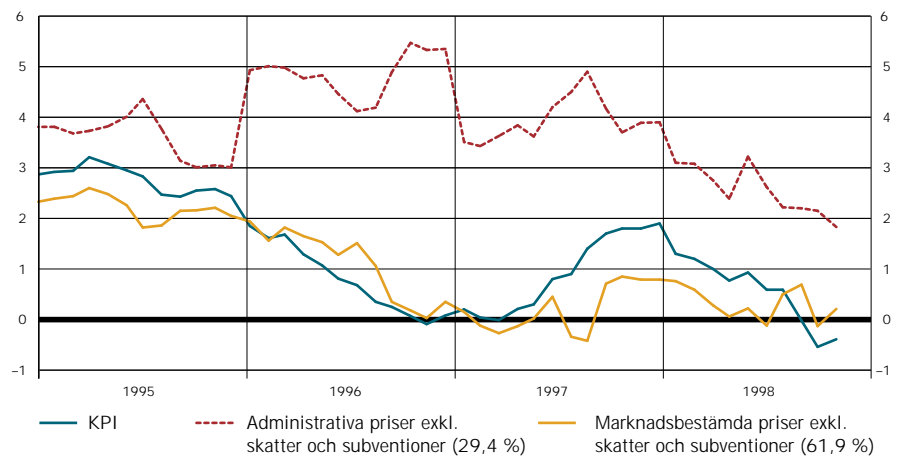


Källor: SCB och Riksbanken.



Diagram 7.

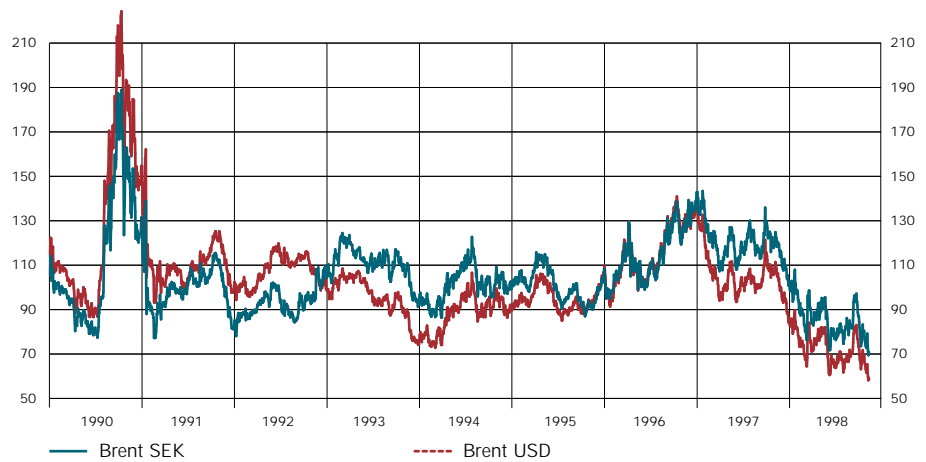
Marknadsbestämda priser
och administrativt
bestämda priser i KPI.
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges andelar i KPI 1998. Siffrorna är reviderade på grund av ändrad skatteberäkning.
Källor: SCB och Riksbanken.

Diagram 8.

Råoljepriser.
Dagsnoteringar, index:
januari 1996=100



Källor: Ecwin och Riksbanken.

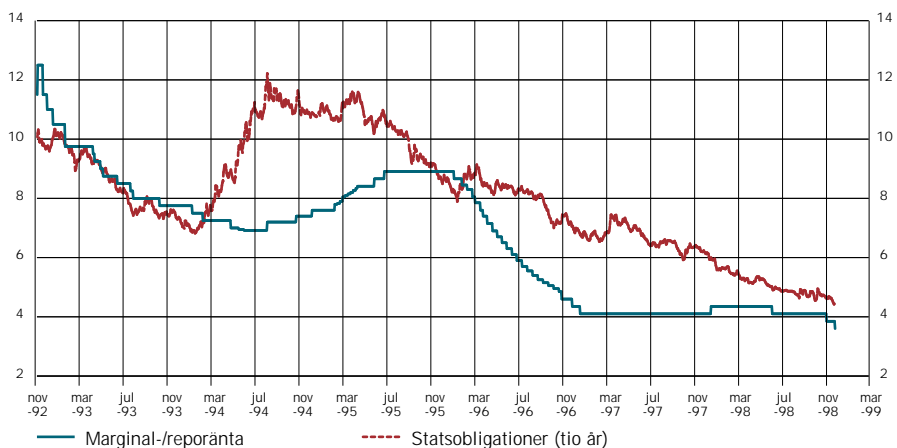
Diagram 9.

Importvägda råvarupriser,
olja exkluderat.
Dagsnoteringar, index:
januari 1996=100



Anm. Följande varor ingår i råvaruprisindexet: aluminium, koppar, nickel, zink, guld, silver, bly och tenn. Varje varas vikt i indexet beräknas på basis av dess andel av Sveriges import respektive år. Totalt summerar importen av ovanstående varor upp till ca 2 procent av Sveriges import.
Källor: Ecwin, SCB och Riksbanken.

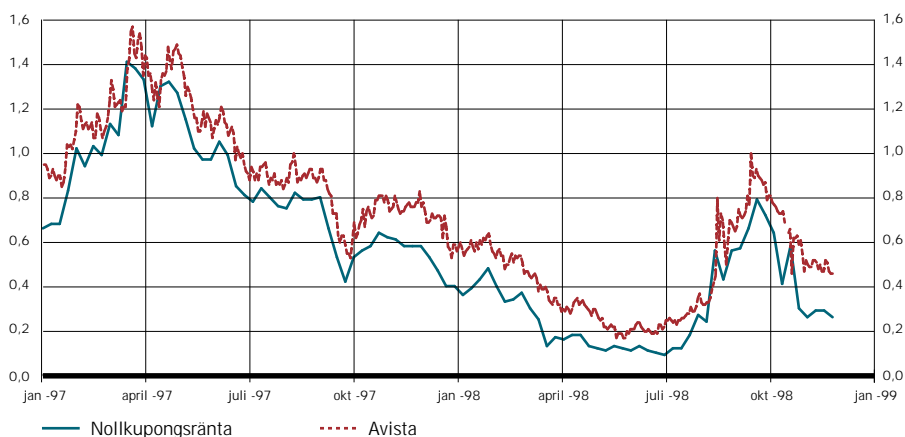
Diagram 10.
Räntor.
Dagsnoteringar, procent



Anm. Svensk tioårig statsobligationsränta avser för 1992 obligationslån 1030 med förfall 2001-06-15, för 1993 obligationslån 1033 med förfall 2003-05-05, för 1994, 1995 och 1996 obligationslån 1035 med förfall 2005-02-09 (mellan 1996-10-31 och 1996-12-31 obligationslån 1038 med förfall 2006-10-25), för 1997 obligationslån 1037 med förfall 2007-08-15 och för 1998 obligationslån 1040 med förfall 2008-05-05.

Källa: Riksbanken.

Diagram 11.
Tioårig långräntedifferens
mot Tyskland.
Dags- respektive vecko-
noteringar, procentenheter



Källa: Riksbanken.

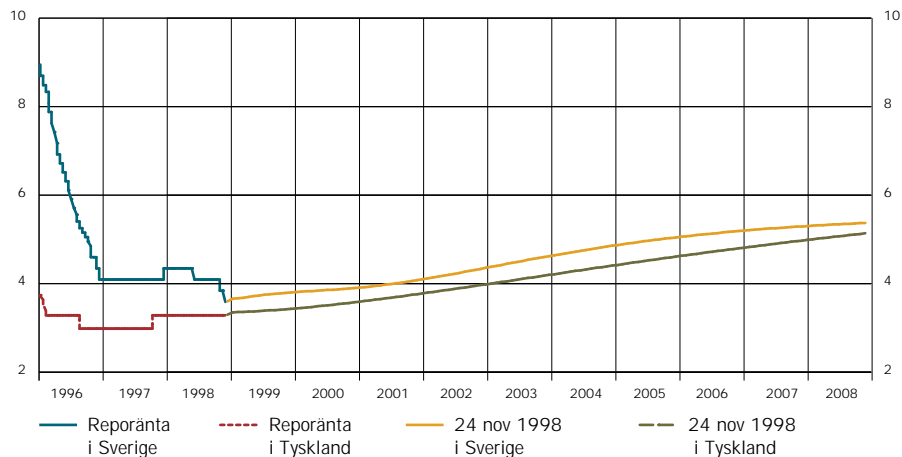
Tabell 1.
Peninggsmarknadsaktörernas
ränte- och växelkurs-
förväntningar i november
1998 respektive september
1998 (inom parentes).
Medianvärden, procent och
index: 18 november 1992=100

	3 mån	1 år	2 år
Reporänta	3,60 (4,10)	3,50 (4,10)	3,92 (4,35)
Växelkurs	124 (123)	121 (120)	120 (119)

Anm. Undersökningarna genomfördes den 27 augusti 1998 respektive den 9 november 1998 och speglar förväntningarna på 3, 12 och 24 månaders sikt. Det är den nominella TCW-vägda växelkursen som avses.
Källor: Prospera Research AB och SCB.

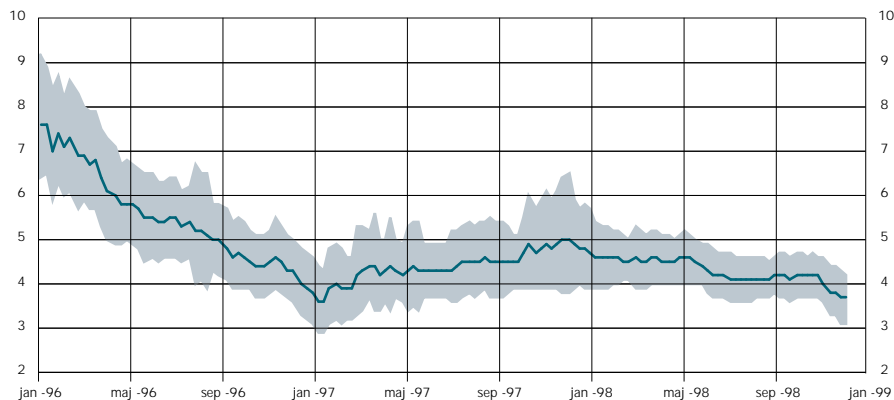


Diagram 12.
Faktisk och förväntad
reporänta i Sverige och
Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

Diagram 13.
Medelvärde och 90-
procentigt konfidens-
intervall för reporäntan
på sex månader sikt
960101-981124.
Procent



Källa: Riksbanken.

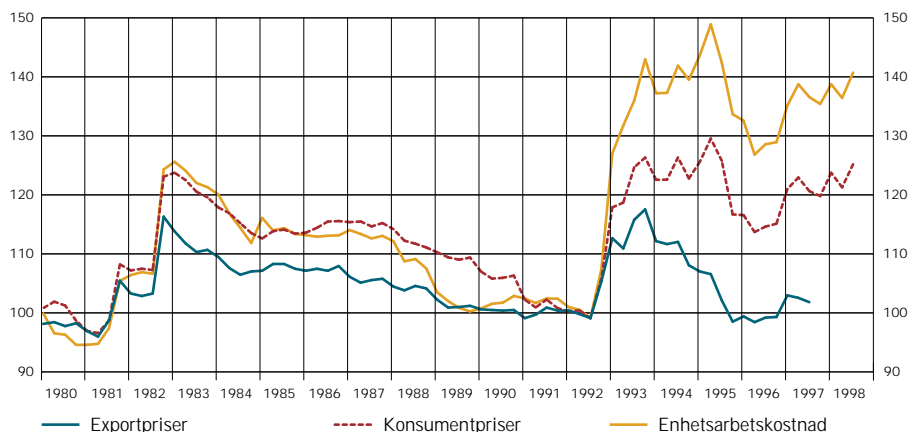
Diagram 14.
Nominell effektiv växelkurs,
TCW-vägd samt importvägd.
Dags- respektive månads-
noteringar, index:
18 november 1992=100



Källa: Riksbanken.

Diagram 15.

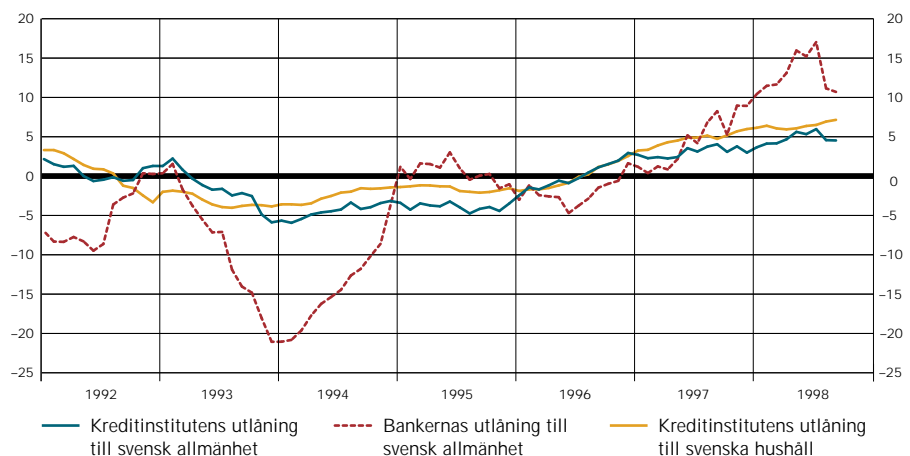
Real effektiv växelkurs baserad på exportpriser, konsumentpriser och enhetsarbetskostnader.
Index: 18 november 1992=100



Anm. De reala växelkurserna är uttryckta som utländska priser/kostnader dividerade med svenska priser/kostnader i gemensam valuta. Ett högre index återspeglar följaktligen en depreciering av kronans reala växelkurs och en konkurrensförstärkning.
Källor: IMF och Riksbanken.

Diagram 16.

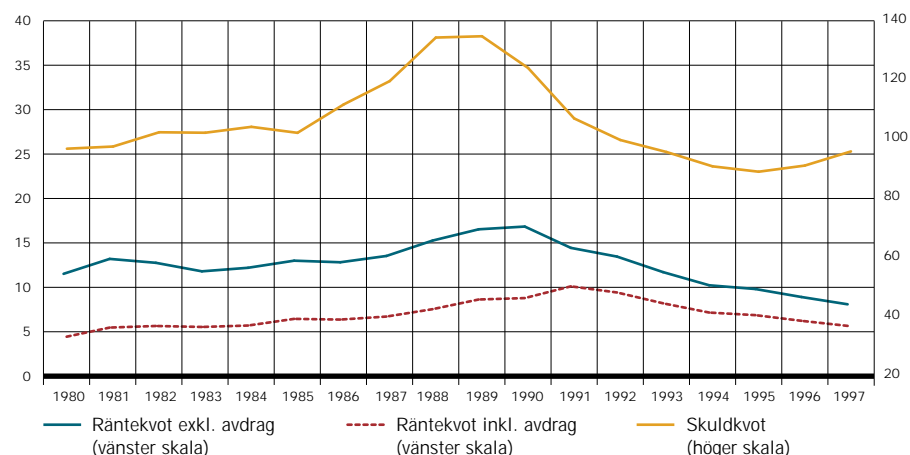
Kreditinstitutens utlåning till svensk allmänhet och hushållssektorn samt bankernas utlåning till svensk allmänhet.
Årlig procentuell förändring



Anm. Svensk allmänhet definieras här som hushåll, företag och kommuner. Statistiken inkluderar bankernas återköpsavtal (repo) med allmänheten från och med januari 1995. Bostadsinstitutens utlåning har justerats för överföringen av statliga bostadslån till bostadsinstitutet i juli 1995.
Källa: Riksbanken.

Diagram 17.

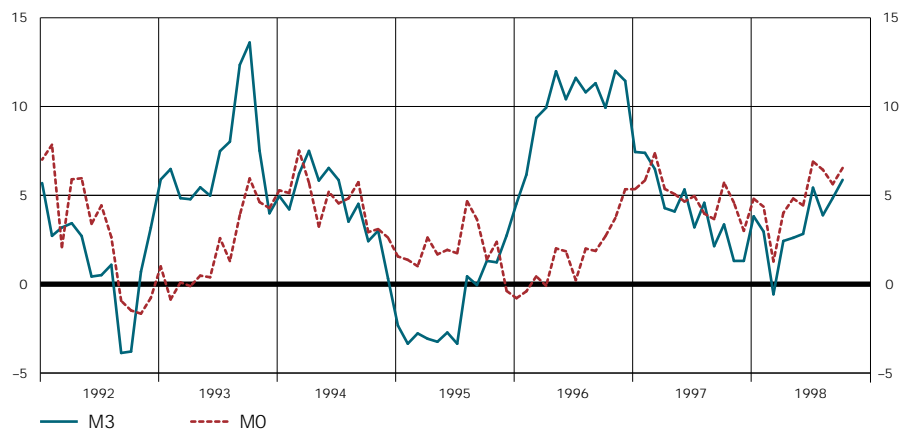
Hushållens skuldsättning.
Procent



Anm. Räntekvoterna anger hushållens räntebetalningar, brutto, som andel av disponibel inkomst före resp. efter skatteavdrag. Skuldkvoten är hushållens skulder, brutto, som andel av den disponibla inkomsten.
Källor: SCB och Riksbanken.

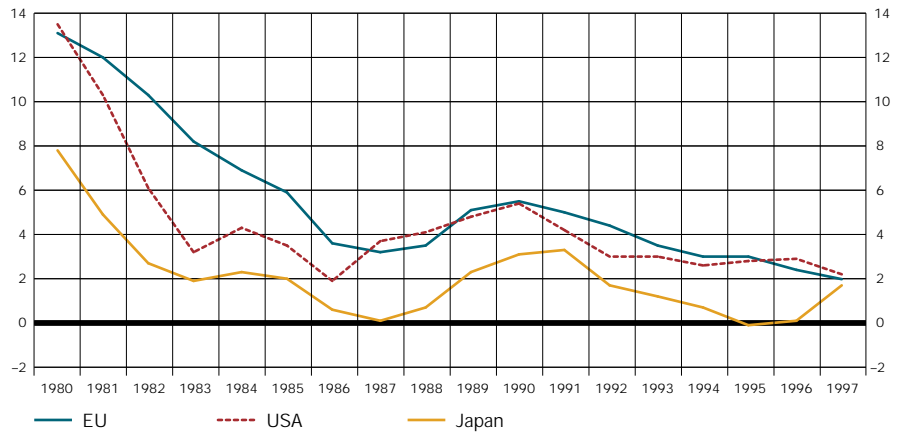


Diagram 18.
Penningmängd.
Årlig procentuell förändring



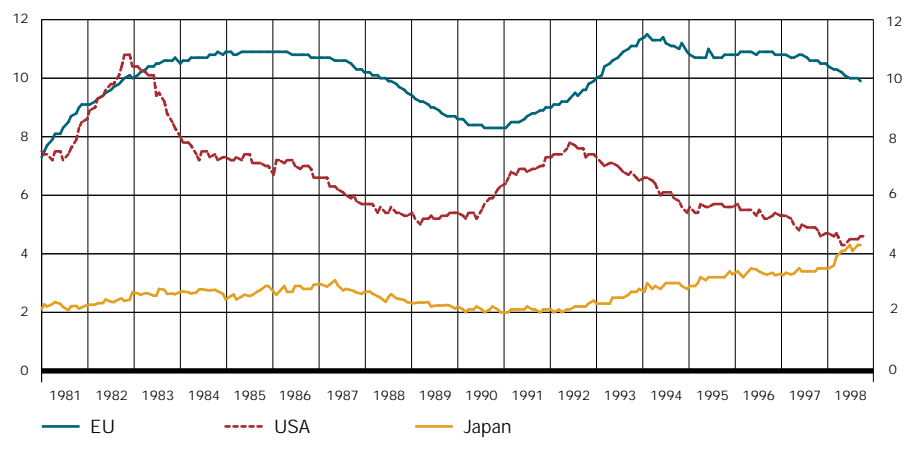
Anm. M0 innehåller svenska hushålls och företags innehav av sedlar och mynt. M3 innehåller förutom M0 även allmänhetens inlåning i bank och bankcertifikat.
Källa: Riksbanken.

Diagram 19.
Inflationen i EU, USA
och Japan.
Årsgenomsnitt, procent



Källa: OECD.

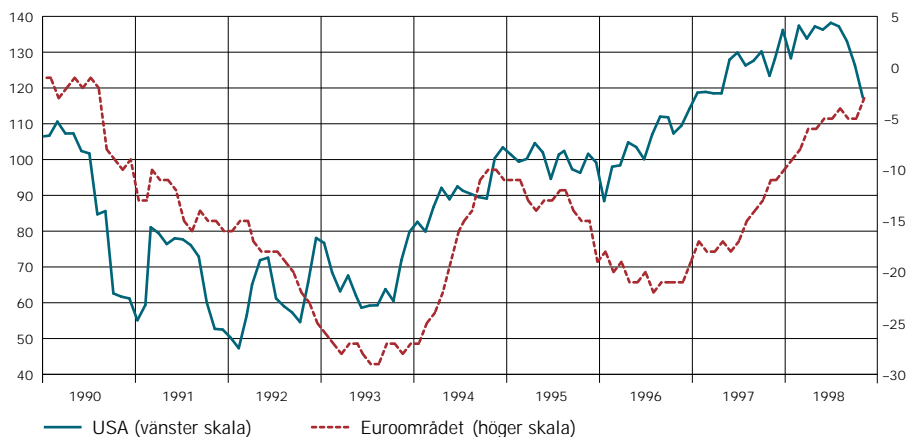
Diagram 20.
Arbetslöshet i EU, USA
och Japan.
Procent av arbetskraften,
säsongjusterade värden



Källa: Ecwin.

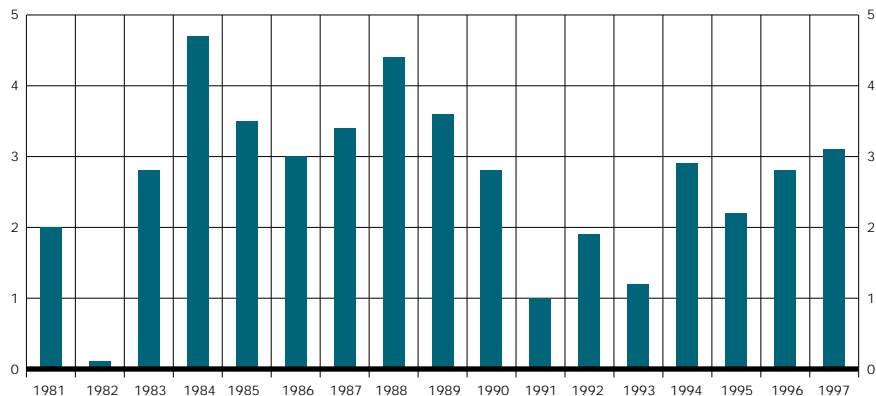


Diagram 21.
Konsumentförtroende i USA
och inom euroområdet.
Index: 1985=100
respektive netttotal



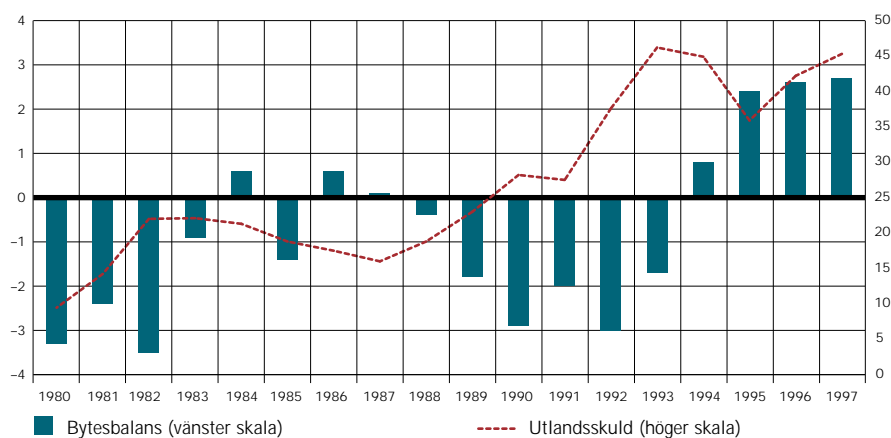
Källa: Ecowin.

Diagram 22.
Tillväxt i OECD-området.
Årlig procentuell förändring i
real BNP



Källa: OECD.

Diagram 23.
Utlandsskuld och bytesbalans.
Procent av BNP

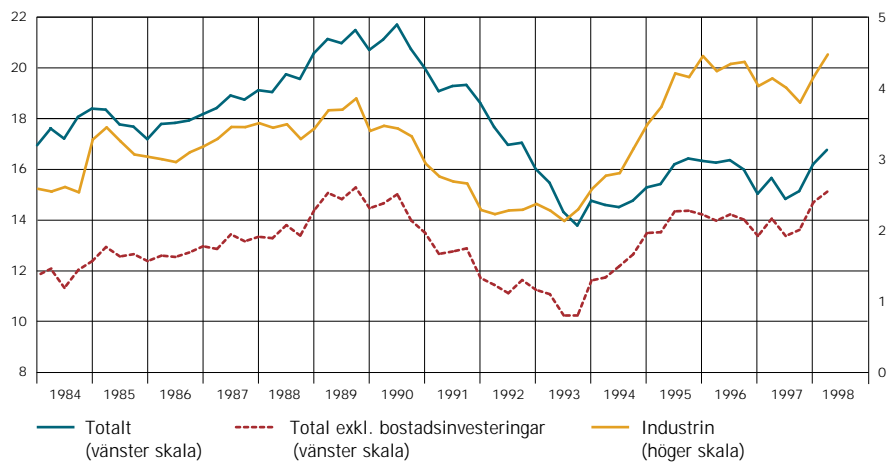


Anm. Med utlandsskuld avses nettot av samtliga inhemska sektors tillgångar och skulder mot utlandet.

Källa: Riksbanken.

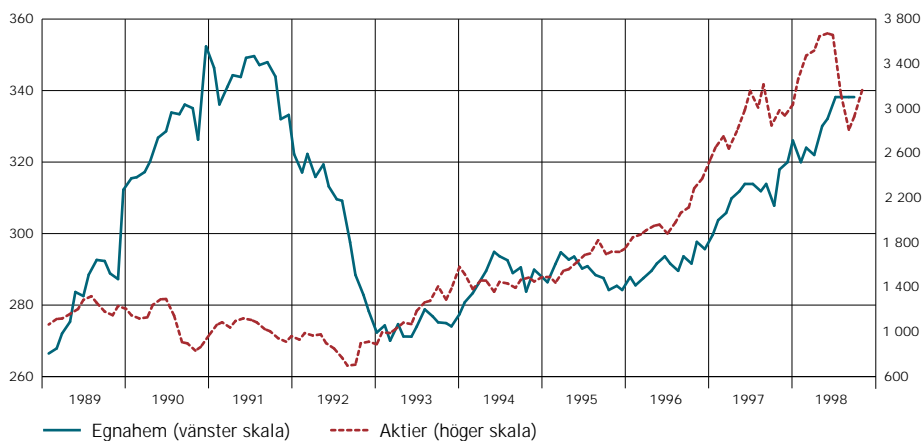


Diagram 24.
Bruttoinvesteringar som andel av BNP. Säsongsrensade volymer, procent



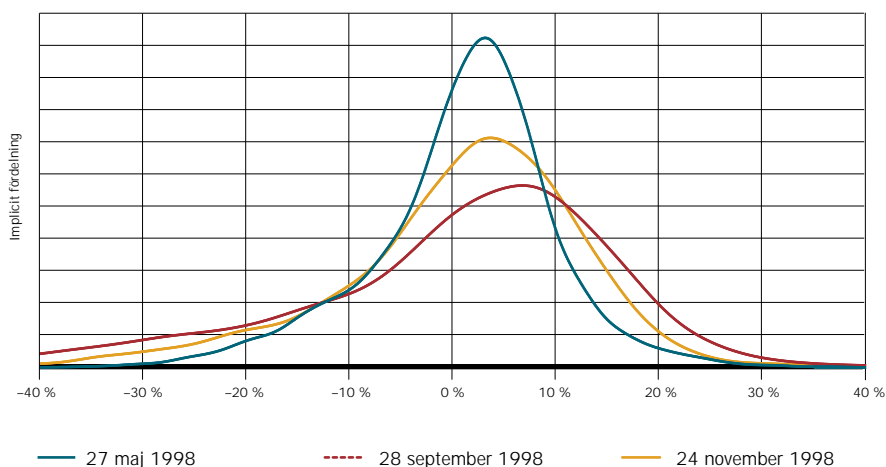
Källa: SCB.

Diagram 25.
Prisindex egnahem, löpande priser, (index: 1981=100) och Stockholms Fondbörs generalindex (index: 1979-12-30=100)



Anm. Aktieindex består av månadsvisa noteringar, ultimo. Sista observationen 1998-11-24.
Källor: SCB och Stockholms Fondbörs.

Diagram 26.
Implicit fördelning för avkastningen på OMX-index enligt optionsnoteringar, 60 dagar framåt

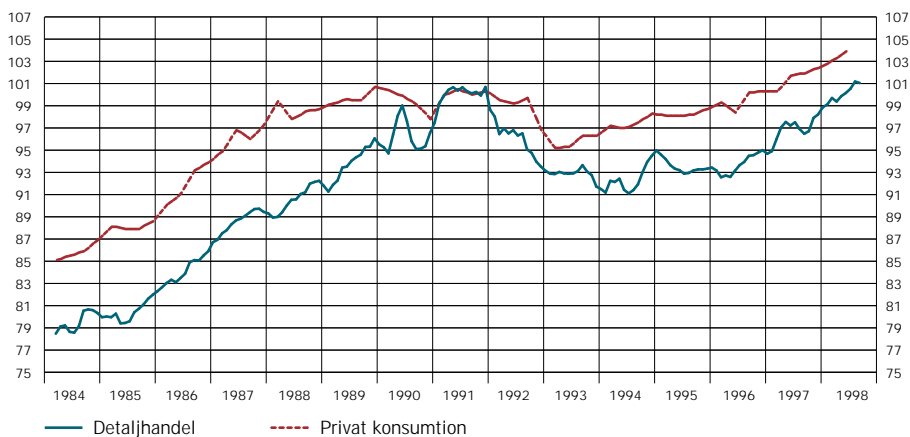


Källa: Riksbanken.



Diagram 27.

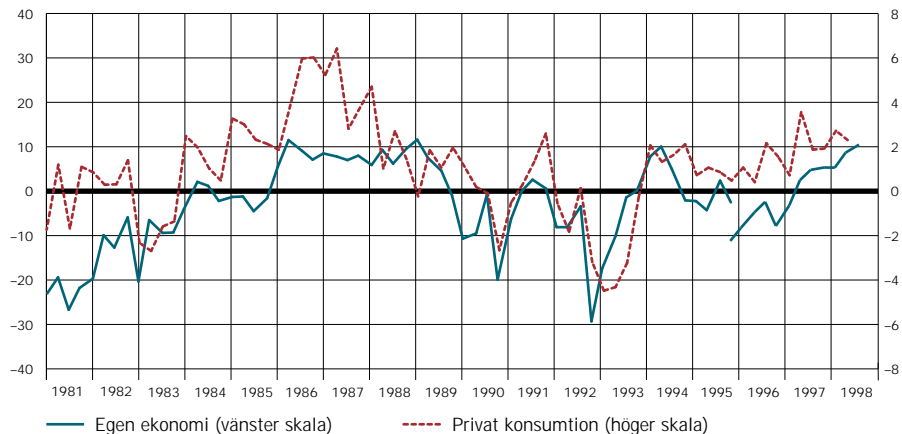
Privat konsumtion och omsättning i detaljhandeln. Volym, säsongkorrigerade kvartalsdata respektive tremånaders glidande medeltal. Index: 1991=100



Källa: SCB.

Diagram 28.

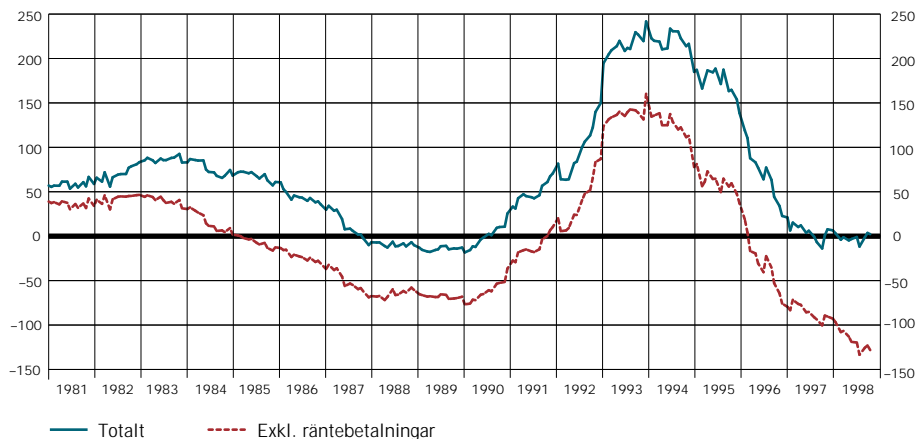
Hushållens förväntningar om den egna ekonomin och faktisk privat konsumtion. Nettotal och årlig procentuell förändring



Anm. I oktober 1995 genomfördes en omläggning av HIP-statistiken.
Källa: SCB.

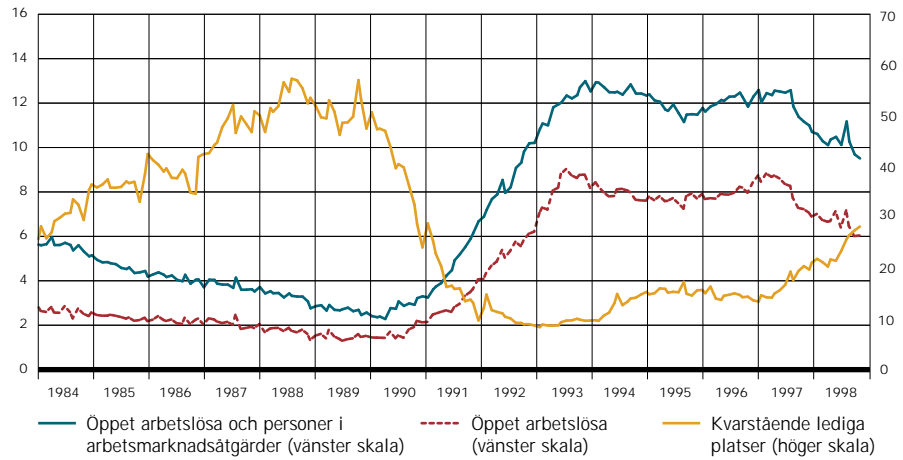
Diagram 29.

Statens lånebehov, totalt och exklusive räntebetalningar. Ackumulerade tolv-månaderstal, miljarder kronor



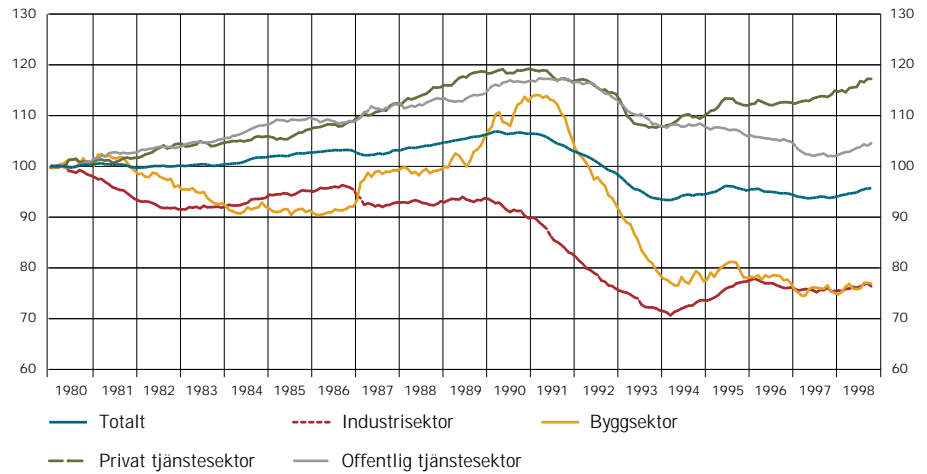
Källa: Riksgäldskontoret.

Diagram 30.
Arbetslöshet och vakanser.
Säsongsrensade data,
procent respektive
1 000-tal platser



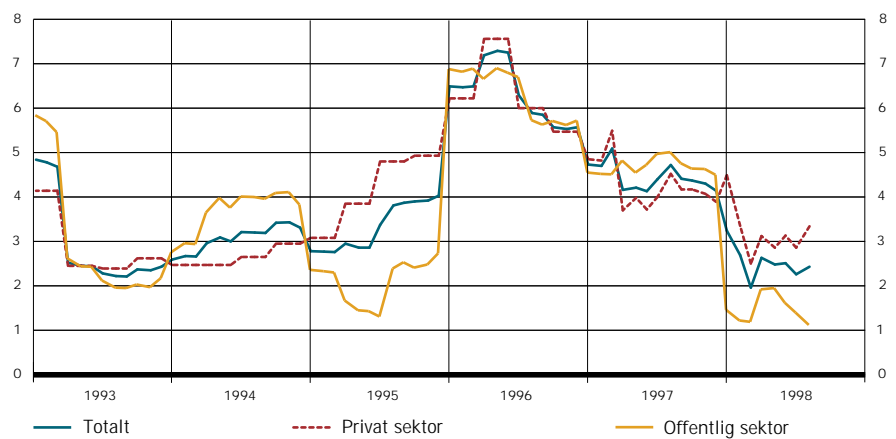
Källor: AMS och SCB.

Diagram 31.
Sysselsatta personer.
Säsongsrensade tremånaders
glidande medeltal, index:
tredje kvartalet 1980=100



Källa: SCB.

Diagram 32.
Löneutveckling totalt och i
olika sektorer.
Årlig procentuell förändring



Källor: Kommunförbundet, Landstingsförbundet, SCB och beräkningar inom Riksbanken.



Tabell 2.

Löneutveckling i olika sektorer.
Årlig procentuell förändring

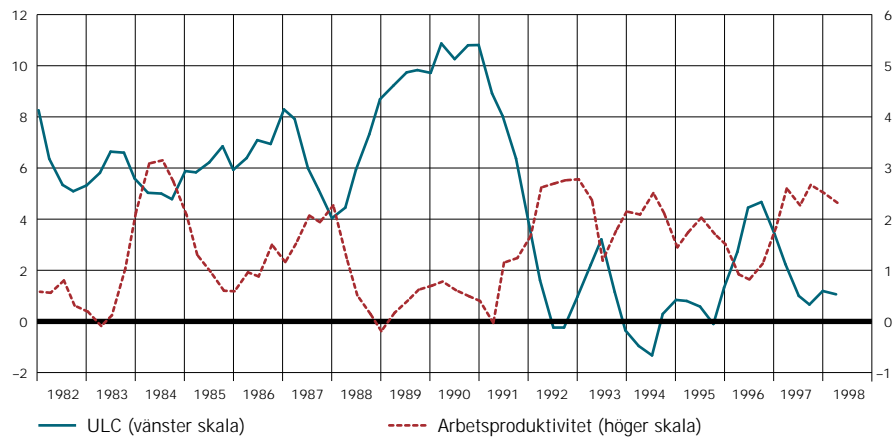
	Utfall 1995	1996	1997	1998 Jan-aug
Privat sektor	4,2	6,3	4,3	3,2
varav industri	4,8	7,5	4,5	3,2
varav handel	3,9	5,2	4,3	3,5
varav byggnadsindustri	4,1	4,0	3,0	2,4
Offentlig sektor	2,1	6,3	4,7	1,5
Stat	3,9	7,0	4,1	1,0
Kommun	1,0	5,3	4,4	1,6
Landsting	2,7	7,8	6,0	1,8
Totalt	3,3	6,3	4,4	2,5

Anm. Justeringar har gjorts för retroaktiva utbetalningar, men ej för överföringar av verksamhet mellan olika sektorer.

Källor: Kommunförbundet, Landstingsförbundet, SCB och beräkningar inom Riksbanken.

Diagram 33.

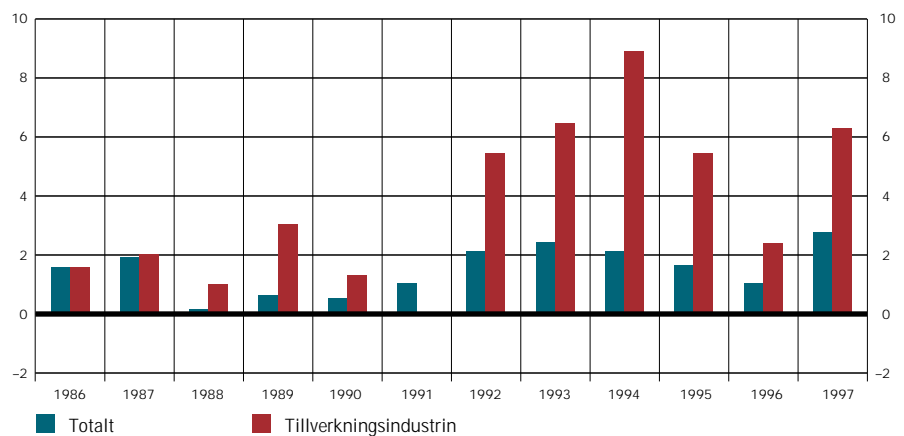
Arbetskraftskostnader per producerad enhet (ULC) och arbetsproduktivitet. Fyra kvartals glidande medeltal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB.

Diagram 34.

Produktivitet, totalt i hela ekonomin och i tillverkningsindustrin. Årlig procentuell förändring

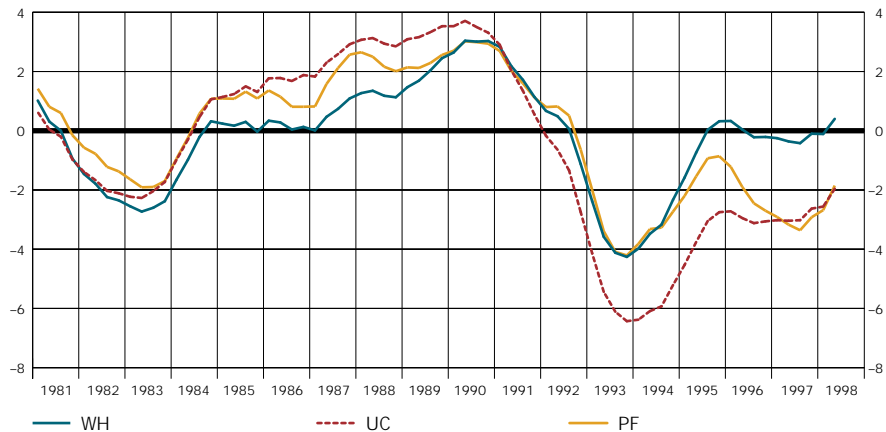


Källa: SCB.



Diagram 35.

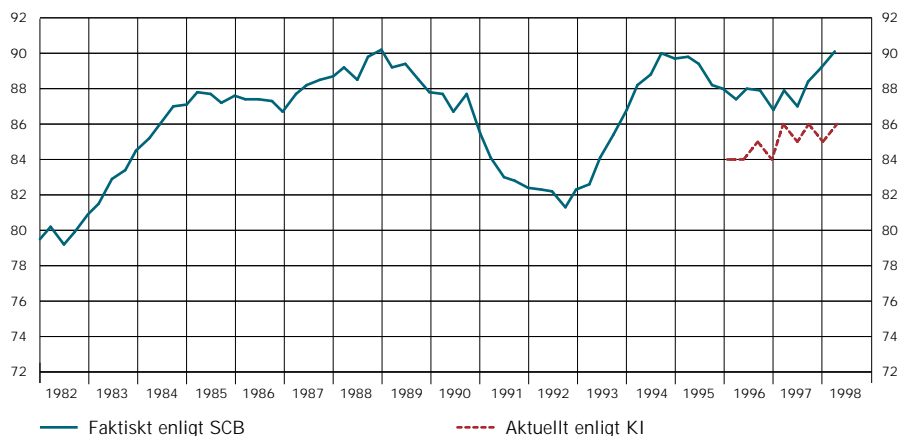
Produktionsgapet med tre olika metoder: Whittaker-Henderson-filtret (WH), Unobserved Component-metoden (UC) och produktionsfunktionsansatsen (PF). Fyra kvartals glidande medelvärde, procent



Anm. W-H-filtret baseras på Riksbankens prognos för BNP-utvecklingen 1998–2000.
Källa: Riksbanken.

Diagram 36.

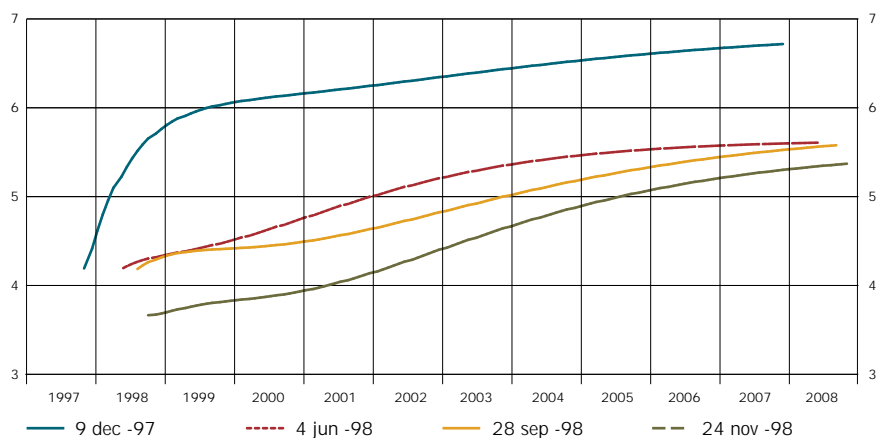
Kapacitetsutnyttjande inom industrin. Procent



Källor: Konjunkturinstitutet (KI) och SCB.

Diagram 37.

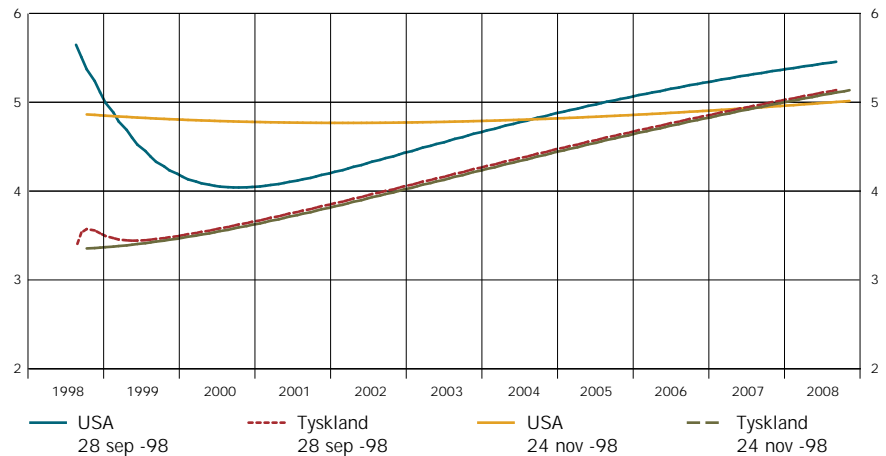
Implicita terminsräntor. Effektiv årsränta, procent



Källa: Riksbanken.

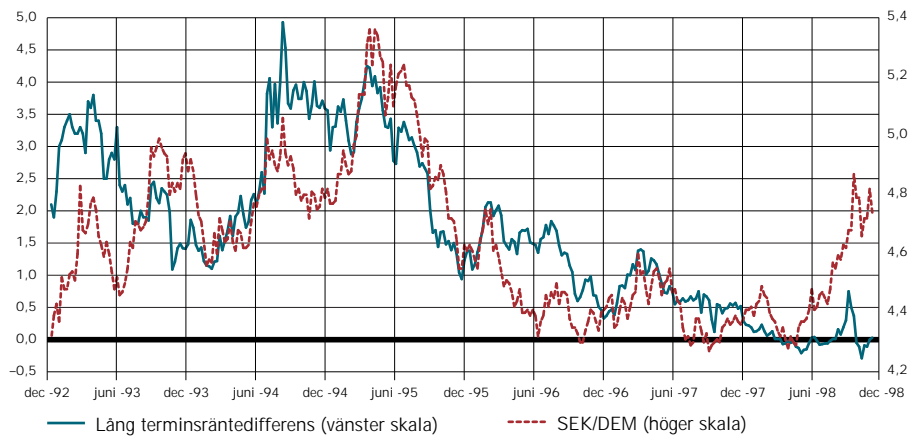


Diagram 38.
Implicita terminsräntor för
USA och Tyskland.
Effektiv årsränta, procent



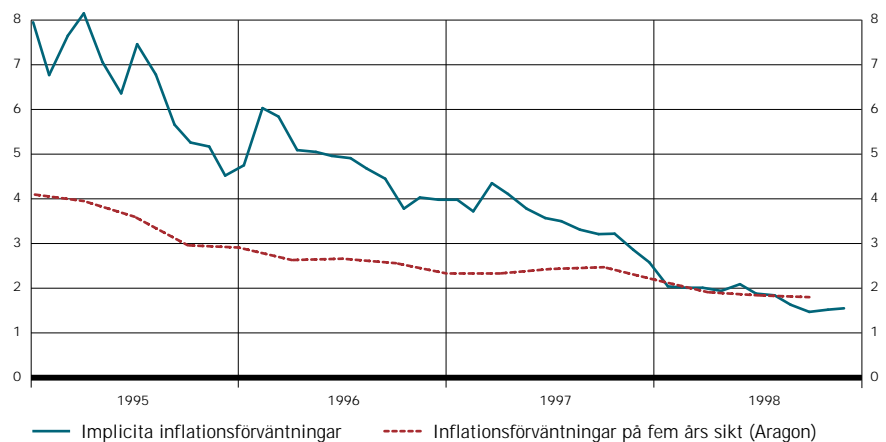
Källa: Riksbanken.

Diagram 39.
Lång terminsräntedifferens
(tio år) gentemot Tyskland
och kronans kurs mot den
tyska marken.
Procentenheter respektive
SEK/DEM



Källa: Riksbanken.

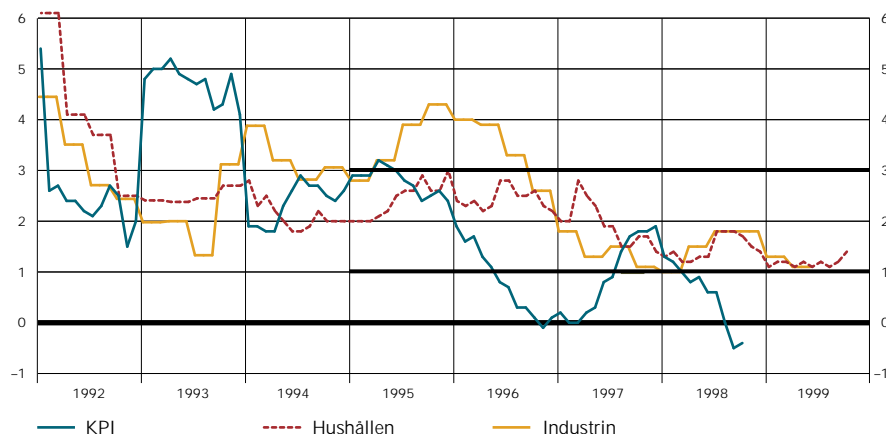
Diagram 40.
Inflationsförväntningar.
Procent



Anm. Inflationsförväntningarna är definierade som skillnaden mellan implicita långa (5–15 år) reala och nominella terminsräntor och inflationsförväntningar på fem års sikt enligt enkät.
Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

Diagram 41.

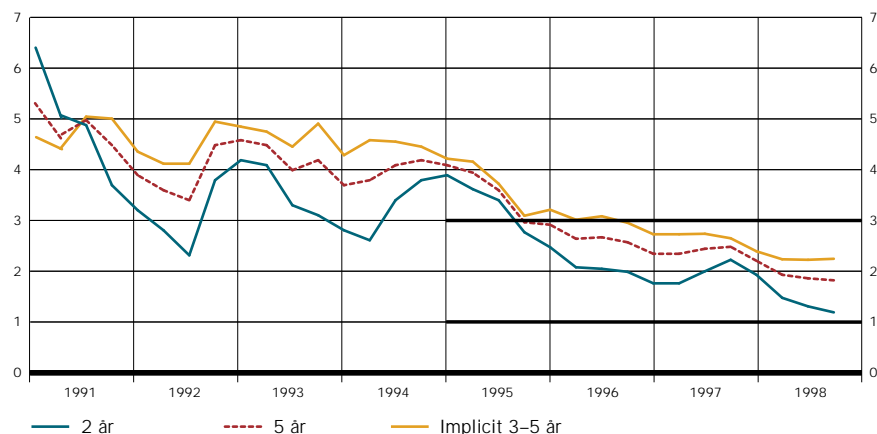
Faktisk inflation (KPI) samt hushållens och industrins inflationsförväntningar. Årlig procentuell förändring



Anm. Från och med 1996 exkluderas de tio mest extrema svaren på båda sidor i hushållens förväntningar. Tidigare redovisas svar inom intervallet 0–15 procent. Kurvorna har förskjutits framåt tolv månader för att motsvara den tidpunkt som inflationsförväntningarna avser. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI. Källor: Konjunkturinstitutet (KI) och SCB.

Diagram 42.

Årliga inflationsförväntningar hos placerare på obligationsmarknaden, de närmaste två respektive fem åren. Procent



Anm. Genomsnittlig förväntad inflation för perioden tre till fem år framåt i tiden, beräknat av Riksbanken. De horisontella linjerna för 1995 och framåt anger Riksbankens toleransintervall för förändringen i KPI. Källor: Aragon Fondkommission och Riksbanken.

Tabell 3.

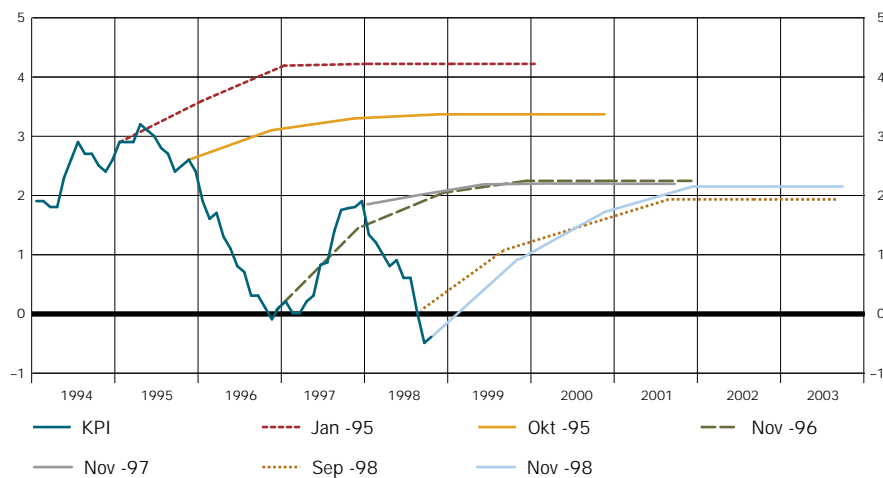
Inflationsförväntningar i november 1998 jämfört med september 1998 inom parentes. Medelvärde, procent, respektive procentenhet

Kategori	Ändring av KPI (per år)		
	-1 år	-2 år	-5 år
Arbetsgivarorganisationer	1,2 (-0,2)	1,5 (±0,0)	1,8 (±0,0)
Arbetsstagarorganisationer	1,2 (-0,4)	1,5 (-0,2)	1,9 (±0,0)
Inköpschefer, industrin	1,3 (-0,6)	1,7 (-0,2)	2,0 (-0,1)
Inköpschefer, handeln	1,5 (-0,3)	1,7 (-0,1)	2,0 (+0,1)
Penningmarknadsaktörer	0,9 (-0,1)	1,3 (+0,1)	1,8 (+0,2)

Källor: Prospera Research AB och SCB.

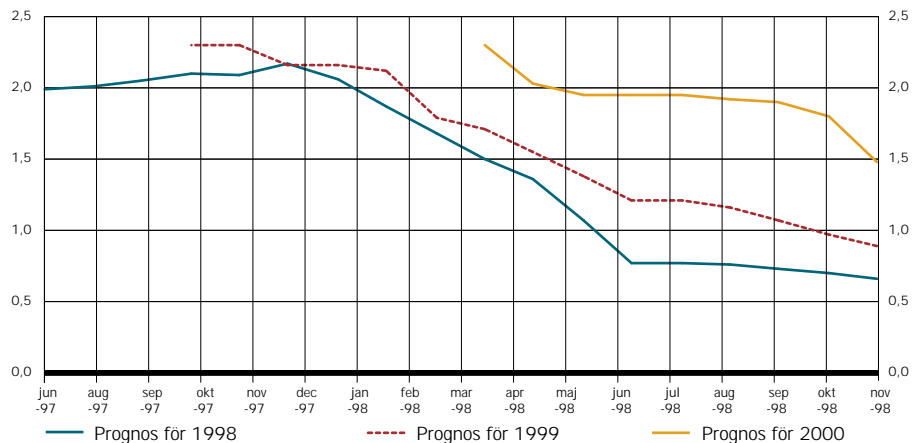


Diagram 43.
Inflationsförväntningar hos
penningmarknadsaktörer.
Procent



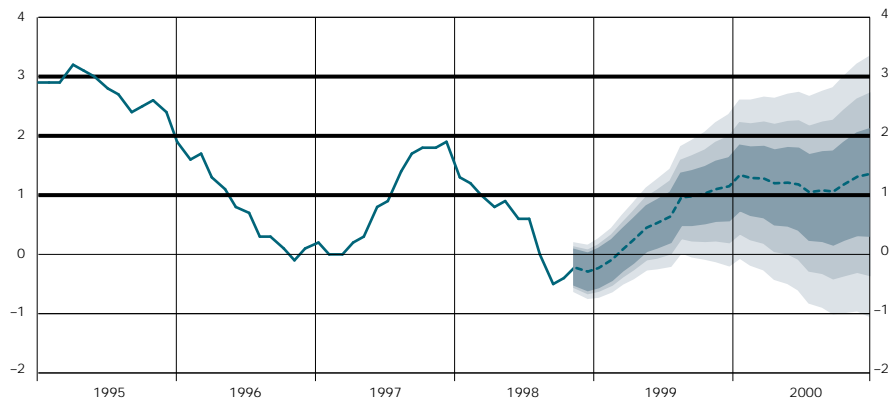
Källor: Prospera Research AB och SCB.

Diagram 44.
Sammanvägning av olika
prognosmakares KPI-
prognoser, årsgenomsnitt.
Procentuell förändring



Anm. Tidsaxeln anger när prognoserna för respektive år görs. Observationen utgörs av ovägda genomsnitt av följande aktörers inflationsprognoser: Merita-Nordbanken, Handelsbanken, SEB, FöreningsSparbanken, Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, LO, TCO, Handelns utredningsinstitut, Hagströmer och Qviberg, Aragon, Posten, Unibank och Matteus Fondkommission.
Källor: Ovan nämnda aktörer.

Diagram 45.
KPI med
osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring

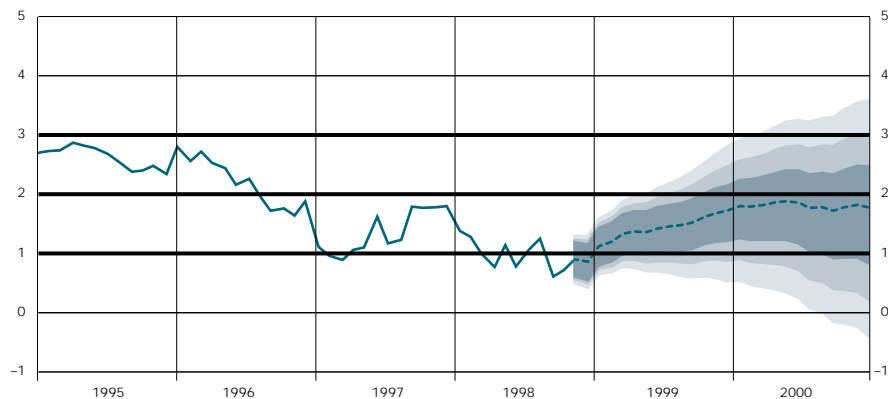


Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket inflationen med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.



Diagram 46.

UND1X med osäkerhetsintervall.
Årlig procentuell förändring



Anm. Osäkerhetsintervallen visar det intervall inom vilket den underliggande inflationen, UND1X, med 50, 75 och 90 procents sannolikhet bedöms hamna. Den streckade linjen visar prognosen i huvudscenariot. De horisontella linjerna på 2 respektive 1 och 3 procent anger Riksbankens mål respektive toleransintervall för den årliga ökningstakten i KPI.
Källor: SCB och Riksbanken.

Tabell 4.

KPI-inflation. Sannolikhet i procent för olika utfall.
Tolvmånaderstal

	KPI<1	1<KPI<2	2<KPI<3	KPI>3	Summa
1999 (dec-dec)	42	45	12	1	100
2000 (dec-dec)	41	30	20	9	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.

Tabell 5.

UND1X-inflation.
Sannolikhet i procent för olika utfall.
Tolvmånaderstal

	UND1X<1	1<UND1X<2	2<UND1X<3	UND1X>3	Summa
1999 (dec-dec)	17	52	29	2	100
2000 (dec-dec)	29	31	27	13	100

Anm. Siffrorna anger sannolikheten för att den underliggande inflationen, UND1X, hamnar under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent.
Källa: Riksbanken.